"Análise excepcional da história econômica"
Maílson da Nóbrega
Economista e ex-ministro da Fazenda

"Você vai se arrepender se não ler e reler este livro."
Paul A. Samuelson, Prêmio Nobel

CHARLIE P. **KINDLEBERGER**
ROBERT Z. **ALIBER**

Manias, pânicos e crises

Um dos melhores livros de todos os tempos pelo Financial Times

A história das catástrofes econômicas mundiais

6ª edição
Incluindo a última grande crise global

"Análise excepcional da história econômica"
Maílson da Nóbrega
Economista e ex-ministro da Fazenda

"Você vai se arrepender se não ler e reler este livro."
Paul A. Samuelson, Prêmio Nobel

CHARLIE P. **KINDLEBERGER**
ROBERT Z. **ALIBER**

Manias, pânicos e crises

Um dos melhores livros de todos os tempos pelo Financial Times

A história das catástrofes econômicas mundiais

6ª edição
Incluindo a última grande crise global

MANIAS, PÂNICOS E CRISES

Uma história das crises financeiras

www.editorasaraiva.com.br

Charles P. Kindleberger

Robert Z. Aliber

MANIAS, PÂNICOS E CRISES

Uma história das crises financeiras

Tradução
Eduardo Kraszczuk

Revisão Técnica
Paulo Gala

Professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.
É doutor e mestre em Economia pela Fundação Getulio Vargas/SP
e graduado em Economia pela Universidade de São Paulo.

Examine o registro da história, lembre-se do que aconteceu no círculo da sua própria vida, considere com atenção o que ocorreu com quase todos os grandes infortunados, seja na vida privada ou pública, de quem você pode ter lido ou ouvido a respeito, ou de quem se recorde, e você descobrirá que a maioria esmagadora dos infortúnios surge por ele não saber quando estava em boa situação ou quando era apropriado ficar parado e se satisfazer.

– Adam Smith
Teoria dos sentimentos morais

Muito se escreveu sobre os pânicos e manias, muito mais que o maior dos intelectos seria capaz de acompanhar ou conceber. Mas uma coisa é certa, que em certos momentos muitas pessoas estúpidas têm muito dinheiro estúpido. [...] De tempos em tempos, devido a causas que não vem agora ao caso, o dinheiro dessas pessoas – o capital cego do país, como o chamamos – é particularmente grande e desejoso. Ele procura por alguém para o devorar, e ocorre uma "pletora". Ele encontra alguém, e ocorre "especulação"; ele é devorado, e ocorre um "pânico".

– Walter Bagehot
Ensaio sobre Edward Gibbon

SOBRE OS AUTORES

Charles P. Kindleberger

Ph.D. pela Columbia University, foi professor de economia no Massachusetts Institute of Technology (MIT) por 33 anos, historiador econômico e autor de 30 livros. É considerado uma autoridade em assuntos monetários internacionais, aludido pela *The Economist* como o maior especialista em crises financeiras.

Faleceu em Cambridge em 2003, deixando um grande legado. Dentre suas mais importantes obras está o clássico *Manias, pânicos e crises*.

Robert Z. Aliber

Ph.D. pela Yale University, é professor de economia internacional e finanças na Booth School of Business da University of Chicago e autor de diversas obras sobre moedas e problemas monetários internacionais. É conhecido por sua contribuição para a Teoria do Investimento Direto Estrangeiro.

Na University of Chicago, ele desenvolveu o Programa de Estudos Internacionais na área de Negócios e criou o Centro de Estudos em Finanças Internacionais.

PREFÁCIO

UM QUARTO DE SÉCULO DEPOIS DE SUA PUBLICAÇÃO em 1978, esta obra de Charles P. Kindleberger (1910-2003) ainda merece o galardão de melhor e mais completa análise das crises financeiras dos últimos quatro séculos. Atualizado em sucessivas edições (a última em 2005, com a contribuição de Robert Z. Aliber), o livro é agora oferecido aos leitores brasileiros pela Editora Saraiva. Passados cinco anos desde a maior crise financeira das últimas oito décadas – aquela iniciada com a quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008 –, é mais do que oportuno entender as origens e as consequências de fenômenos semelhantes que causaram turbulências e sofrimentos ao longo do período abrangido pelo trabalho de Kindleberger.

Impressiona a semelhança entre as causas dessa crise de 2008 e as de muitas outras crises financeiras do passado. Os componentes iniciais são os mesmos: expansão vigorosa da liquidez e do crédito e/ou mudanças institucionais que promovem longos ciclos de crescimento. A euforia daí resultante contribui para a assunção imprudente de riscos. Como aconteceu em 2008, os reguladores sempre foram incapazes de perceber os riscos do processo. Formam-se bolhas especulativas e muitas delas transformam-se em manias. O estouro da bolha produz invariavelmente pânico e quebras.

O atual sistema financeiro emergiu de mudanças institucionais na Holanda e na Inglaterra no século XVII, que criaram a segurança jurídica e os incentivos para a formação de bancos e a oferta de crédito às empresas. Seguiu-se a revolução do crédito no século seguinte, que contribuiu decisivamente para a Revolução Industrial, e iniciou-se então o mais longo e intenso ciclo de crescimento e bem-estar da Humanidade. O surgimento do crédito ao consumidor no século XIX constituiu ingrediente essencial para acelerar o processo. Não há história bem-sucedida e sustentável de desenvolvimento sem a participação de um sistema de crédito sólido e bem regulado.

Apesar de sua importância para a prosperidade, o sistema financeiro é inerentemente instável. Isso porque opera alavancado, isto é, empresta o dinheiro dos outros em níveis várias vezes maior do que o capital dos bancos. Os prazos das operações superam os dos recursos captados, e crises de confiança geram corridas para sacar os depósitos; sem poder devolvê-los, os bancos enfrentam crises de liquidez, que podem evoluir para a insolvência e a quebra. Lições de crises como as descritas por Kindleberger estimularam a criação de mecanismos institucionais para lidar com os riscos da quebra sistêmica das instituições financeiras, que teriam como consequência quedas dramáticas da oferta de crédito e a destruição do sistema de pagamentos. Sem esses dois ingredientes, nenhuma economia funciona bem nos dias atuais.

A análise de Kindleberger evidencia a redução do tempo entre as crises financeiras. Até o

século XIX, elas ocorriam, em média, a cada dez anos. Tornaram-se mais frequentes depois da Segunda Guerra, à medida que o sistema financeiro se sofisticava e se globalizava. Dois professores universitários de Economia norte-americanos, Barry Eichengreen, de Berkeley, e Michael Bordo, de Rutgers, identificaram 139 crises entre 1973 e 1997 (das quais 44 aconteceram em países desenvolvidos) contra apenas 38 entre 1945 e 1971. Segundo eles, as crises tornaram-se duas vezes mais comuns do que antes de 1914.

As crises financeiras chamam a atenção pelos seus efeitos na atividade econômica. A correspondente contração do crédito provoca falências, perda de riqueza e desemprego. Pouco notada é a contribuição do sistema financeiro para o desenvolvimento. A intermediação financeira e os mercados de capitais costumam alocar os recursos da sociedade em seus melhores usos alternativos, o que promove ganhos de produtividade, crescimento econômico e bem-estar.

No prefácio da edição de 2005, Robert Solow, ganhador do prêmio Nobel de Economia em 1987, assinala uma omissão da obra de Kindleberger: precisamente essa contribuição do sistema financeiro para o desenvolvimento. Quais são, pergunta Solow, os benefícios da livre circulação de capitais em suas diversas formas? A omissão, diz Solow, se explicaria pelo fato de o tema estar fora do escopo da obra.

Para Solow, essa omissão não prejudica o grande legado do trabalho de Kindleberger, qual seja, suprir os reformadores do sistema financeiro das lições que emergem da descrição criteriosa e pormenorizada das crises. Particularmente neste momento, o grande desafio dos líderes políticos e dos especialistas do setor público é evitar que a necessária rerregulação do sistema financeiro tome por base diagnósticos equivocados. A má regulação é tão prejudicial quanto a ausência dela. O excesso de regras poderia até impedir o surgimento de novas crises, mas obstruiria os canais por onde circulam os incentivos à inovação no sistema financeiro.

Como sempre aconteceu depois das grandes crises financeiras, os reguladores e os legisladores apressaram-se em redesenhar as normas, buscando evitar a repetição de falhas regulatórias do governo e do comportamento imprudente e mesmo irresponsável dos participantes do sistema financeiro. A mais destacada dessas inovações institucionais é a Lei Dodd-Frank, aprovada em julho de 2010 pelo Congresso dos Estados Unidos. Em sua edição de 18/2/2012, a revista *The Economist* mostrou como leis desse tipo se tornam crescentemente copiosas. “A lei que instituiu o sistema bancário em 1864 tinha 29 páginas; a que criou o Federal Reserve em 1913 tinha 32 páginas; a que reestruturou o sistema financeiro norte-americano após a crise de 1929 – a chamada Lei Glass-Steagall – ocupava 37 páginas; a lei Dodd-Frank tem nada menos do que 848 páginas.”

Voltemos ao livro. As pesquisas de Kindleberger permitiram que ele catalogasse as diversas crises do período, definisse as manias e identificasse sua formação. As manias definem-se como um padrão frenético de compra de ativos (particularmente imóveis e ações), que produz aumentos de preços e do volume dos negócios; os indivíduos ficam ansiosos para comprar antes que os preços aumentem mais. As manias geram bolhas, e vice-versa. Em algum momento, por um acontecimento qualquer, os preços param de subir e começam a cair, provocando o estouro da bolha. O pânico instala-se, e assiste-se a quedas acentuadas dos preços de imóveis e a quebras nos mercados de ações. Manias implicam a ideia de

irracionalidade e ganham intensidade em momentos de expansão do crédito e da moeda. Bolhas sempre estouram.

Kindleberger recorreu ao padrão de crises financeiras desenvolvido por Hyman Minksy, que estudou os efeitos dos altos e baixos da oferta de crédito nos Estados Unidos, no Reino Unido e em outros países desenvolvidos. Na fase de expansão, os empresários enxergam o futuro com otimismo, revisam para cima suas estimativas de lucratividade e buscam endividar-se para pôr em marcha novos projetos. Ao mesmo tempo, os bancos tornam-se menos rigorosos na avaliação dos riscos de seus clientes e mais dispostos a financiar atividades, incluindo as que anteriormente eram consideradas mais arriscadas. Processo inverso ocorre quando as condições econômicas pioram.

Expansões de liquidez e juros baixos também podem ser provocadas por reações a crises ocorridas em outros países, que dão lugar a atípicos movimentos internacionais de capitais. O livro sustenta que houve uma relação sistemática entre as bolhas japonesas de imóveis e do mercado acionário na segunda metade dos anos 1980 e fenômenos semelhantes na Tailândia, na Malásia e em outros países asiáticos.

A implosão das bolhas no Japão gerou uma saída de capitais em busca de outras oportunidades, o que elevou os investimentos japoneses naqueles países. Os fluxos financeiros contribuíram para uma valorização de suas moedas e para o aumento dos preços de imóveis e ativos financeiros. Formou-se uma bolha que estourou em 1997 e causou a crise asiática. Essa crise teve repercussões em várias partes, contribuindo para a crise da Rússia em 1998 e para a crise cambial do Brasil em 1999.

A última edição do livro saiu antes da instauração da atual crise financeira. Por isso, não registra uma das suas origens, que é um movimento de capitais de características semelhantes. Trata-se do fluxo de recursos de países emergentes para os países ricos, que contribuiu para elevar a liquidez e reduzir as taxas de juros nos países desenvolvidos, particularmente nos Estados Unidos.

Tradicionalmente, os países em desenvolvimento importam capitais dos países ricos. Foi o caso dos Estados Unidos no século XIX, quando começou a emergir como potência econômica. Dessa vez, a situação se inverteu. Segundo alguns analistas, as crises dos anos 1980 e 1990 teriam convencido os países emergentes a preparar-se para melhor enfrentá-las no futuro. Esses países adotaram políticas macroeconômicas responsáveis, que contribuíram para expandir as exportações e para gerar superávits em conta-corrente no balanço de pagamentos.

O correspondente excesso de poupança, ao lado dos influxos de recursos para investimentos estrangeiros diretos e de portfólio – atraídos pelas oportunidades surgidas em países como a China, a Índia, a Rússia e o Brasil –, permitiu que os países emergentes acumulassem volumes crescentes de reservas internacionais. Entre o fim de 1990 e o pico desse processo em julho de 2008, essas reservas atingiram a expressiva cifra de US$ 5,3 trilhões.

A esse elevado volume de capitais se agregaram os superávits tradicionais de países desenvolvidos, como a Alemanha e o Japão, e dos países exportadores de petróleo,

beneficiados com as fortes altas do produto. Esses recursos foram aplicados basicamente nos países ricos, em especial nos Estados Unidos. No pico, os norte-americanos absorveram cerca de 70% do excesso de poupança de outros países. A China tornou-se o maior credor do Tesouro dos Estados Unidos. O Brasil virou o quinto. As taxas de juros dos papéis do Tesouro caíram, mas a China e outros países emergentes mantiveram suas aplicações, que consideravam um colchão de liquidez para momentos difíceis.

Como nas crises estudadas por Kindleberger, o aumento da liquidez e a consequente queda na taxa de juros contribuíram para baratear e expandir o crédito, particularmente daquele destinado ao consumo e ao financiamento habitacional. Nesse ambiente de facilidade no crédito, o governo norte-americano, na gestão do presidente Bill Clinton, mudou as regras de alavancagem das instituições encarregadas de estimular o crédito hipotecário – a Fannie May e a Freddie Mac. O objetivo era ampliar o acesso dos segmentos menos favorecidos à casa própria, ou seja, os *subprime*. A resultante bolha imobiliária foi estourada em 2007 e provocou a queda dramática do crédito imobiliário nos Estados Unidos. A quebra do Banco Lehman Brothers foi uma das consequências desse processo.

A crise atual e seus desdobramentos têm explicação nessa e em outras causas, entre as quais o modo de securitizar recebíveis nos Estados Unidos, pelo qual o vendedor do crédito transfere integralmente o risco ao adquirente. Criou-se o incentivo para o que se denominou "originar e distribuir". As instituições financeiras que concediam o crédito perdiam o interesse em avaliar a capacidade de pagamento de seus clientes, enquanto aquelas que compravam o crédito tendiam a confiar na classificação das agências de avaliação de riscos e não (como deveria ser) em suas análises próprias. Para completar, os executivos e funcionários das instituições financeiras recebiam bônus pelos resultados de curto prazo das operações, ainda que elas se tornassem ruinosas no futuro, o que constituía um incentivo perverso à originação de negócios de alto risco.

A crise atual, à moda de um desastre aéreo, foi causada por uma série de fatores que vieram a ser conhecidos posteriormente, como aconteceu nas crises passadas. Estiveram presentes a expansão de liquidez, a queda dos juros, a má regulação ou a ausência dela, uma longa expansão da atividade econômica, a euforia derivada do crescimento, a alta continuada dos preços dos ativos, a especulação nociva e a imprudente assunção de riscos.

Além disso, criou-se o ambiente para a fraude e para a trapaça de espertalhões que prejudicaram milhões de pessoas. O Capítulo 9 do livro é dedicado à narrativa desses processos, como aqueles que levaram à quebra da Enron e da WorldCom nos Estados Unidos. Como o leitor perceberá, os picaretas são um componente indissociável dos períodos de bonança. A euforia e o relaxamento dos critérios de avaliação de risco costumam criar o ambiente para a atuação desonesta de certos indivíduos. No início dos anos 1920, quando se formavam as condições que levaram à quebra de 1929, Carlo Ponzi, um imigrante italiano que vivia nos subúrbios de Boston, criou um tipo de trapaça que assumiu o seu nome desde então. Ponzi prometia remunerar seus depositantes na base de 30% ao mês. Os rendimentos eram pagos com novos depositantes que o esquema atraía. No momento em que o volume de depósitos foi inferior aos juros prometidos, o esquema quebrou e ele foi para a prisão. Muitos esquemas Ponzi surgiram posteriormente. Foi o caso de Bernard Madoff, que enganou

milionários crédulos na solidez da rentabilidade de sua empresa gestora de recursos. O escândalo da perda de cerca de US$ 50 bilhões, descoberto em 2008, transformou-se na maior fraude financeira perpetrada por um único indivíduo.

Nos capítulos finais, o livro aborda o tema do emprestador de última instância, isto é, a instituição que se incumbe do provimento de liquidez para as instituições financeiras. No passado, a ausência desse emprestador provocava contração desnecessária do crédito, da atividade econômica e do emprego. Antes da assunção desse encargo pelos bancos centrais, a função foi exercida por banqueiros privados, como foi o caso de J. P. Morgan (o banqueiro, não o banco) entre o final do século XIX e o princípio do século XX nos Estados Unidos, quando ainda não existia o Federal Reserve.

A obra discute também o atualíssimo tema da criação de um emprestador internacional de última instância, com a função de prover liquidez para amenizar os efeitos de mudanças nas taxas de câmbio e assim evitar que as crises produzam alterações indesejáveis nos fundamentos econômicos. Ainda não passa de sonho a ideia de criar uma organização com tal atribuição, e dificilmente ela caberá ao Fundo Monetário Internacional – FMI, embora tenha sido esse um dos objetivos de sua criação no encontro de Breton Woods, em 1944. A ação do Fundo tem sido pontual, socorrendo países em desenvolvimento (e o Reino Unido na década de 1970) nas crises derivadas de más políticas domésticas e de paradas súbitas nos fluxos de recursos externos. Papel semelhante foi exercido pelos bancos da Inglaterra, da França e outros em crises financeiras ocorridas no século XIX e na primeira metade do século XX. A atual crise da Zona do Euro evidenciou a necessidade de se criar uma instituição supranacional com tais características, de modo a evitar que as crises bancárias se transformem em crises de endividamento público. Em vez dos Tesouros nacionais, a tarefa de salvar bancos caberia a essa organização.

No capítulo final, a obra trata das lições que as crises deixaram, indicando que elas costumam ser esquecidas. Essa parece ser, todavia, uma conclusão pessimista. Na verdade, ao longo dos últimos quatro séculos os avanços na regulação e no funcionamento das instituições financeiras foram o produto da experiência adquirida em lidar com as crises. Daí a criação dos bancos centrais e de agências reguladoras dos mercados de capitais. O mundo capitalista tornou-se mais rico em meio às crises. Os reguladores aprendem, mudam as regras para evitar sua repetição, mas como nunca se antecipam a elas, as crises continuarão a acontecer.

A obra de Kindleberger é uma excepcional análise de um dos mais importantes aspectos da história econômica: a evolução do sistema financeiro. Suas lições podem ajudar os reguladores a entender a natureza e a dinâmica das crises financeiras. É fundamental entender a história para encontrar o ponto de equilíbrio no processo de rerregulação, de modo a prevenir a repetição dos mesmos erros e evitar que as normas inibam a inovação.

Aplicada ao momento atual, a análise de Kindleberger desmoraliza teses simplistas e/ou movidas por visões ideológicas, como as que atribuem a crise ao neoliberalismo, à desregulação, à ganância dos banqueiros ou a tolices semelhantes. Após o recente falecimento da ex-primeira ministra Margaret Thatcher, houve quem atribuísse a ela uma das origens da crise de 2008, por ter promovido as mudanças institucionais conhecidas como “Big Bang”, as quais, ao reduzirem a brutal interferência do Estado no sistema financeiro britânico,

contribuíram para tornar a City de Londres um dos maiores centros financeiros do mundo. Isso colaborou para deter o declínio da Grã-Bretanha e, posteriormente, para recuperar a economia.

Depois de percorrer a fascinante trajetória das crises, o leitor poderá concluir que o fenômeno é complexo e recorrente. E terá a oportunidade de aprender e deleitar-se com a leitura desta monumental obra.

Maílson da Nóbrega
Economista e ex-ministro da Fazenda

APRESENTAÇÃO

CHARLIE KINDLEBERGER (CPK, DAQUI EM DIANTE) foi um colega excelente: perceptivo, responsivo, curioso a respeito de tudo, cheio de caráter, e, acima de tudo, animado. Essas mesmas qualidades estão evidentes em *Manias, pânicos e crises*. Eu acredito que CPK começou a trabalhar neste livro com a intenção de escrever uma história natural, de modo similar ao que Darwin fez no *Beagle* – coletando, examinando e classificando espécimes interessantes. Manias, pânicos e crises têm uma vantagem sobre os roedores, pássaros e besouros, uma vez que foram acompanhados pela retórica dos contemporâneos de CPK, às vezes com *insights*, às vezes simplesmente com tagarelices. O estilo de CPK como historiador da economia foi buscar por assuntos interessantes, e não perseguir uma agenda sistemática.

É claro, ele era um economista por treinamento e experiência, e logo descobriu padrões e regularidades, causas e efeitos. O que chamou especialmente sua atenção foram as irracionalidades que pareciam muitas vezes abarcar as pessoas direta ou indiretamente envolvidas nos próprios eventos. Por si só isso seria simplesmente curioso. A história tornou-se interessante para CPK, com a interação dos comportamentos e instituições. A ocorrência de manias, pânicos e crises, e seu escopo final, também dependia muito das instituições monetárias e do mercado de capitais da época.

No início, CPK não podia saber quanto as crises financeiras se mostrariam constantes e robustas. O quarto de século depois da publicação da primeira edição exibiu todo um novo nível de turbulência nos sistemas bancários nacionais, volatilidades nas taxas de câmbio e bolhas dos preços dos ativos. Havia sempre material novo para ser digerido nas edições sucessivas. Esta história não pode ter sido meramente o resultado da crescente irracionalidade humana, embora CPK tenha ficado encantado com o que um amigo alemão nosso chamou de "Das Gesetz der Verschlechtigung aller Dinge" (A lei da deterioração de tudo). A riqueza crescente, comunicações mais rápidas e baratas e a evolução dos sistemas financeiros nacionais e internacionais também tiveram um papel indispensável, como esboçado no Capítulo 13, adicionado a esta edição por Robert Aiber. O esforço de CPK em história econômica descobriu um assunto que parece não ter saído de moda.

Uma "nova arquitetura financeira" e a possível utilidade de um emprestador de última instância – nacional e/ou internacional – em conjunto com as instruções que deveriam governá-la também faziam parte das preocupações de CPK. Aqueles envolvidos na reforma (ou pelo menos na mudança) do sistema fariam bem em considerar as lições que emergem deste livro.

Uma dessas lições é bastante geral, e é mais aplicável em contextos nos quais a irracionalidade pode sobrepujar os cálculos cuidadosos. CPK era um cético por natureza, o

exato oposto de um doutrinário. Ele desconfiava de sistemas intelectuais férreos, fossem seus proponentes defensores do mercado livre ou engenheiros sociais. De fato, ele considerava que se prender a crenças rígidas diante de evidências desconcertantes era uma das formas mais perigosas de irracionalidade, especialmente quando praticada pelas pessoas no comando. A economia internacional seria um lugar mais seguro se o ceticismo tolerante de CPK fosse mais comum entre os poderosos. Eu penso, particularmente, nas discussões atuais sobre o chamado "consenso de Washington", e sobre os prós e contras das taxas de câmbio livremente flutuantes e dos mercados de capital livres.

Quem ler este livro sairá com a sensação de que grandes quantidades de capital líquido circulando pelo mundo poderiam transbordar a qualquer momento do recipiente. Um problema omitido nesta obra – porque estava fora do seu escopo – é o outro lado da questão: quais são os benefícios sociais do livre fluxo de capital (análogo aos ganhos pelo comércio) nas suas várias formas? CPK, cujas especialidades como economista incluíam comércio e finanças internacionais e desenvolvimento econômico, seria sensível à necessidade do equilíbrio pragmático dos riscos e benefícios dessa questão. Pode-se somente esperar que a disponibilidade contínua de versões atualizadas deste livro ajude a propagar seu hábito de pensar com a mente aberta.

Ao atualizar a sexta edição, Aliber enfatiza a probabilidade de que as bolhas de crédito quase simultâneas em diversos países diferentes sejam eventos inter-relacionados, possivelmente respostas a um distúrbio comum. Parece implausível que o surgimento de bolhas de crédito imobiliárias nos Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda e Espanha simplesmente reflitam jogadas independentes de dados. Aliber mostra como esses eventos são transmitidos internacionalmente por meio de desequilíbrios nas contas correntes, em um mundo onde o capital se move facilmente através das fronteiras. CPK, como especialista em economia internacional, provavelmente teria concordado com isso.

Uma questão mais complexa, também levantada por Aliber, é saber se existem "ondas" sucessivas de bolhas de crédito com relação causal. Caso haja, isso teria implicações importantes para o projeto de regulamentações futuras, doméstica e internacionalmente. Agora estamos bem além da história natural.

Parece-me que a versão de Aliber preserva a orientação básica de Kindleberger, mas impõe um pouco mais de ordem no trajeto às vezes imprevisível de CPK por seus armários de espécimes. Mais manias, pânicos e crises podem nos afligir, mas pelo menos os leitores deste livro já terão sido vacinados.

Robert M. Solow

SUMÁRIO

Crise financeira: uma constante robusta

OS ANOS QUE SUCEDEM 1970 não têm precedentes quanto à volatilidade nos preços das *commodities*, moedas, imóveis e ações. Um grande número de bancos em três, quatro ou mais países entrou em colapso quase ao mesmo tempo. Houve quatro ondas de crises financeiras. Cada uma foi seguida por uma recessão, e a desaceleração econômica que começou em 2008 foi a mais severa e mais global desde a Grande Depressão na década de 1930.

A primeira onda de crises começou nos anos 1980, quando Brasil, México, Argentina e dez outros países em desenvolvimento não puderam pagar seus empréstimos de US$ 800 bilhões. A segunda ocorreu em meados de 1990 e engolfou o Japão e três países nórdicos – Finlândia, Noruega e Suécia. A terceira foi a crise financeira asiática de meados de 1997. Inicialmente, a Tailândia, a Malásia e a Indonésia envolveram-se, e, depois, o Brasil, a Coreia do Sul, a Rússia e a Argentina também sucumbiram. Em retrospecto, a crise financeira que impactou o México durante sua transição presidencial no final de 1994 foi a precursora da tensão no sudeste asiático trinta meses depois. A quarta onda foi disparada no início de 2007 com a queda dos preços dos imóveis nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Espanha, Irlanda e Islândia – e então dos títulos dos governos grego, português e espanhol.

Cada fase de crises seguiu uma onda de bolhas de crédito. As dívidas de grupos posicionados de modo similar aumentaram a uma taxa duas a três vezes maior do que a taxa de juros de três, quatro ou mais anos. Geralmente, esses devedores usaram o dinheiro para comprar imóveis – propriedades residenciais e comerciais. Entretanto, a primeira onda de bolhas de crédito envolveu o rápido crescimento de empréstimos dos principais bancos internacionais para os governos e as empresas estatais no México e em outros países em desenvolvimento, o que continuou por quase dez anos. O Japão foi o país-chave na segunda onda de bolhas, onde os preços dos imóveis e ações aumentaram cinco a seis vezes na década de 1980.

Ao mesmo tempo, os preços desses dois tipos de ativos tiveram um surto na Finlândia, Noruega e Suécia. A terceira onda de bolhas centrou-se inicialmente na Tailândia e em alguns dos seus vizinhos no sudeste asiático. A quarta ocorreu principalmente nos mercados imobiliários dos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Espanha, Irlanda e Islândia.

Cada uma dessas bolhas de crédito envolveu fluxos internacionais de dinheiro, que induziram grandes aumentos nos valores das moedas e nos preços dos imóveis ou ações nos países que recebiam esse dinheiro.

As bolhas sempre implodem. Por definição, envolvem aumentos não sustentáveis nas dívidas de um grupo de devedores ou nos preços das ações. A dívida pode aumentar mais rapidamente do que a receita por alguns poucos anos; não por um período extenso. Enquanto ela aumenta 20 ou 30% ao ano, os devedores têm um registro impecável de pagar os juros programados no prazo. No devido tempo, a taxa de crescimento da dívida diminui, e chega a "hora da verdade", quando não há dinheiro suficiente para novos empréstimos para pagar os juros dos empréstimos pendentes. Então os preços dos imóveis e ações caem. Além disso, quando a taxa de crescimento das dívidas diminui, as moedas sofrem depreciação, e muitas vezes, de modo muito rápido.

Quando os preços dos imóveis caem, os devedores são o primeiro grupo a sofrer perdas. Depois que eles deixam de pagar, as perdas transferem-se para os financiadores. A implosão das bolhas imobiliárias e de ações no Japão levou à falência em massa dos bancos e a um prolongado período de crescimento abaixo da tendência. A implosão da bolha dos preços de ativos na Tailândia, em meados de 1997, disparou declínios nos valores das moedas e preços dos ativos por toda a região, tendo como resultado recessões. Entretanto, não houve falências significativas no mercado financeiro dos Estados Unidos quando os preços das ações caíram 40% entre 2001 e 2003, e a recessão resultante foi breve e superficial.

A faixa de movimento nos valores das moedas nacionais desde o início de 1970 foi a maior da história. Em 1971, os Estados Unidos abandonaram a paridade de US$ 35 por onça de ouro (aproximadamente US$ 1,23 por grama) que havia sido estabelecida em 1934. O esforço para manter uma versão modificada do sistema Bretton Woods de moedas atreladas, formalizado pelo Acordo Smithsonian (*Smithsonian Agreement*) de 1972, fracassou, e, no início de 1973, foi adotado como padrão um regime de taxas de câmbio flutuantes. No início da década de 1970, a visão dominante no mercado era de que o marco alemão e o *yen* japonês poderiam valorizar-se em 10 a 12%, porque suas taxas de inflação foram mais baixas nos anos anteriores do que as dos Estados Unidos. O marco alemão e o *yen* japonês valorizaram-se mais rapidamente do que o previsto durante a maior parte dos anos 1970, e então as duas moedas desvalorizaram-se significativamente na primeira metade dos anos 1980, embora não até os níveis de 1970. O peso mexicano, o cruzeiro brasileiro, o peso argentino e as moedas de outros países em desenvolvimento desvalorizaram-se em 30 a 40% ou mais no começo dos anos 1980. A *markka* finlandesa, a coroa sueca, a libra britânica, a lira italiana e a peseta espanhola perderam mais de um terço do seu valor nos últimos seis meses de 1992. O peso mexicano foi desvalorizado em mais da metade durante a transição presidencial no final de 1994. A maioria das moedas asiáticas – o *baht* tailandês, o *ringgit* malaio, a rupia indonésia e o *won* sul-coreano – desvalorizou-se bastante durante a crise financeira asiática do primeiro semestre de 1997. O peso argentino perdeu mais de dois terços do seu valor nos primeiros meses de 2001. A coroa islandesa perdeu metade do que valia em 2008. O euro, a nova moeda que onze membros da União Europeia adotaram no começo de 1999, logo se desvalorizou em 30%, valorizou-se em 50% no começo de 2002.

As mudanças nos valores dessas moedas individuais foram muito maiores do que aquelas previstas com base nas diferenças entre as taxas de inflação dos Estados Unidos e as de outros países. O *overshooting* e o *undershooting* das moedas nacionais foram muito maiores do que em qualquer período anterior.

Os aumentos nos preços das *commodities* nos anos 1970 foram espetaculares. O valor em dólares do ouro nos Estados Unidos aumentou de US$ 40 por onça (US$ 1,41 por grama) no início dos anos 1970 para quase US$ 1.000 dez anos depois. Era de US$ 450 no final dos anos 1980, e US$ 283 no final dos anos 1990, e excedeu US$ 1.200 no verão de 2010. O preço do petróleo era de US$ 2,50 por barril no início dos anos 1970, e US$ 40 no fim da década. Em meados da década de 1980, era de US$ 12, e ao final da década, alcançou US$ 40 depois da invasão do Kuwait pelo Iraque. O preço do petróleo atingiu US$ 150 no começo de 2008 e caiu para menos de US$ 50, aumentando, então, para US$ 80.

O número de falências bancárias durante as décadas de 1980 e 1990 foi muito, muito maior do que nas décadas anteriores. Muitas delas foram eventos isolados: tanto o Franklin National Bank, em Nova York, quanto o Herstatt AG em Colônia, Alemanha, fizeram grandes apostas em mudanças de taxas de câmbio no início dos anos 1970 e, subsequentemente, perderam muito. O *Crédit Lyonnais*, que já foi um banco estatal e o maior da França, aumentou rapidamente seus empréstimos no esforço de se tornar um banco internacional de primeiro escalão. Seus empréstimos ruins custaram aos contribuintes franceses o equivalente a mais de US$ 30 bilhões. Entretanto, a maioria das falências de bancos e de outras firmas financeiras foi sistemática, refletindo as mudanças neste ambiente. Três mil associações de poupança e empréstimos dos Estados Unidos faliram nos anos 1980, com perdas de mais de US$ 100 bilhões para os contribuintes norte-americanos.

Quando as bolhas dos imóveis e ações japonesas implodiram, as perdas sofridas pelos bancos japoneses foram muitas vezes maiores do que seu capital. Eles passaram a ser implicitamente braços do governo. De modo similar, quando o peso mexicano e as moedas dos países em desenvolvimento se desvalorizaram fortemente no início dos anos 1980, a maioria dos bancos desses países faliu. A combinação das grandes perdas com os empréstimos dos seus devedores domésticos foi mortal, em parte devido às grandes perdas que eles sofreram em consequência da desvalorização de suas moedas. Virtualmente, todos os bancos da Finlândia, Noruega e Suécia foram à falência quando as bolhas dos seus mercados imobiliários e de ações implodiram na primeira metade dos anos 1990. A maioria dos bancos mexicanos faliu no final de 1994, quando o peso sofreu uma forte desvalorização. De modo similar, bancos da Tailândia, Malásia, Coreia do Sul e outros países da região – exceto Hong Kong e Singapura – faliram depois da crise financeira asiática em meados de 1997. O forte declínio nos preços dos imóveis residenciais em países como Estados Unidos, Irlanda e a Grã-Bretanha, iniciado no final de 2006, levou a grandes investimentos governamentais – “resgates” – nas instituições financeiras. Em 2008, muitas das principais empresas ligadas a bancos de investimentos dos Estados Unidos desapareceram ou foram forçadas a procurar parceiros mais fortes para fusão. O governo britânico “nacionalizou” o Northern Rock, líder em hipotecas do país, e tornou-se o principal acionista do Banco Real da Escócia (Royal Bank of Scotland). O governo irlandês fez grandes investimentos nos seis maiores bancos do

país. Na Islândia, os três maiores bancos foram assumidos pelo governo. A Countrywide Financial, líder em hipotecas dos Estados Unidos, foi adquirida pelo Bank of America que, subsequentemente, obteve o Merrill Lynch, um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos – mas o Bank of America solicitou uma grande injeção de capital do Tesouro dos Estados Unidos. O governo do país fez um grande investimento no Citibank. O governo holandês proporcionou capital para a ING, o conglomerado de seguros.

Essas crises financeiras e falências bancárias foram resultado da implosão das bolhas de preços de ativos e das fortes desvalorizações das moedas; em muitos casos, as crises monetárias dispararam as crises bancárias. O custo dessas crises bancárias foi extremamente alto, considerando várias métricas – as perdas incorridas pelos bancos em comparação ao Produto Interno Bruto (PIB) de um país e como parte dos gastos governamentais, as desacelerações das taxas de crescimento econômico e aumentos no desemprego e nas diversas recessões.

O grande número de falências bancárias, as mudanças nos valores monetários e as bolhas nos preços dos ativos foram relatadas sistematicamente – resultado das rápidas mudanças no ambiente econômico global. A década de 1970 ficou marcada pela inflação acelerada, ou seja, o maior nível registrado de aumento de preços nos Estados Unidos em época de paz. O preço de mercado do ouro sofreu um pico porque alguns investidores confiaram no clichê de que o "ouro é uma boa proteção contra a inflação". Entretanto, o aumento do valor dele foi muitas vezes maior do que a elevação nos níveis dos preços no mundo. No fim da década de 1970, os investidores compravam ouro porque seu preço estava subindo – justamente porque os investidores o compravam.

A visão prevalecente no final dos anos 1970 era de que as taxas de inflação no mundo iriam acelerar. Alguns analistas previram que o preço do ouro atingiria US$ 2.500 por onça (cerca de US$ 88,18 por grama) e os do petróleo atingiriam US$ 80 a US$ 90 por barril em 1990.

A faixa de variação dos preços das ações e obrigações em 1970 foi muito maior do que nas décadas anteriores. Nessa época as taxas reais de retorno dos títulos do tesouro e ações nos Estados Unidos foram negativas. Já em 1990, as taxas reais de retorno das obrigações e ações foram, em média, de mais de 15% ao ano.

As dívidas externas do Brasil e do grupo de países em desenvolvimento, como México e Argentina, aumentaram de US$ 125 bilhões em 1972 para US$ 800 bilhões em 1982. Um clichê da época era "países não vão à falência". Durante esse período, os devedores tinham uma tradição excelente de pagar os juros dos seus empréstimos regularmente. Então, no último trimestre de 1979, o Banco Central dos Estados Unidos adotou uma política monetária bastante restritiva, e as taxas de juros sobre os títulos financeiros norte-americanos dispararam. O preço do ouro teve um pico em janeiro de 1980 e então começou a declinar quando as previsões inflacionárias foram revertidas.

O grande aumento nos preços dos imóveis e das ações no Japão durante a década de 1980 foi associado com uma "explosão" de crescimento da economia nos últimos anos. *Japan as Number One*: *Lessons for America* (Japão como Número Um: Lições para os Estados

Unidos)[1] foi um *best-seller* em Tóquio. Os bancos japoneses aumentaram seus depósitos, empréstimos e capital muito mais rapidamente do que os bancos com base nos Estados Unidos, na Alemanha e em outros países europeus. Na época, sete ou oito dos dez maiores bancos do mundo eram japoneses. Então, no início da década de 1990, os preços dos imóveis e ações no Japão implodiram. Em poucos anos, muitos dos principais bancos e instituições financeiras do país estavam quebrados, arruinados, falidos e insolventes, e continuaram nos negócios somente devido a um acordo implícito de que o governo japonês protegeria os correntistas de perdas financeiras se os bancos fossem fechados. Uma história impactante sobre uma mania e uma quebra – mas sem pânico, porque os correntistas acreditavam que o governo iria socializar as perdas com os empréstimos.

Três dos países nórdicos – Noruega, Suécia e Finlândia – experimentaram bolhas em seus mercados imobiliários e de ações na mesma época, como resultado de fluxos de entrada de dinheiro associados com a liberalização financeira. Suas bolhas estouraram aproximadamente no mesmo período em que a do Japão.

O México foi uma das grandes histórias de sucesso econômico no início dos anos 1990, quando se preparava para entrar no Tratado Norte-Americano de Livre Comércio. O Banco do México adotou uma política monetária altamente restritiva que reduziu a taxa de inflação de 140% para menos de 10% em quatro anos. Durante o mesmo período, centenas de empresas estatais foram privatizadas, e as regulamentações e restrições para negócios no país foram liberadas. O dinheiro fluiu para o país porque as taxas reais de retorno dos títulos governamentais e as de lucro sobre os investimentos industriais estavam elevadas. As expectativas universais eram de que o México se tornaria uma base de baixo custo para produção de automóveis e máquinas de lavar, e outros bens manufaturados para os mercados dos Estados Unidos e Canadá. O grande fluxo de dinheiro levou a uma valorização real do peso, o *déficit* comercial do país aumentou para 7% e sua dívida externa, para 60% do seu Produto Interno Bruto. Então, diversos incidentes políticos associados com a eleição presidencial de 1994 levaram a um forte declínio no fluxo de capitais, e o governo mexicano não foi capaz de suportar o peso. Novamente a desvalorização da moeda resultou em grandes perdas nos empréstimos, e a maioria dos bancos mexicanos – que haviam sido privatizados nos anos anteriores – faliu.

Em meados dos anos 1990, os preços dos imóveis e ações dispararam na Tailândia, Malásia e Indonésia. Essas eram as “economias dragão” que pareciam fortes candidatas a emular os sucessos econômicos dos “tigres asiáticos” – Taiwan, Coreia do Sul, Hong Kong e Singapura – da geração anterior. Empresas sediadas no Japão, na Europa e nos Estados Unidos investiram nesses países como fornecedores de baixo custo, assim como as empresas dos Estados Unidos e de outros países haviam investido no México como fornecedor para o mercado norte-americano. Os bancos europeus e japoneses também aumentaram rapidamente seus empréstimos para empresas e bancos nesses países. Os financiadores domésticos na Tailândia experimentaram então grandes perdas em seus empréstimos domésticos no segundo e no terceiro trimestre de 1996, porque não haviam sido criteriosos o suficiente nas avaliações da intenção dos clientes tailandeses em pagar os juros das suas dívidas. Financiadores estrangeiros reduziram drasticamente suas compras de títulos tailandeses, e

então o Banco da Tailândia, como o Banco do México meses antes, ficou sem dinheiro para suportar sua moeda. O grande declínio do valor do *baht* no início de julho de 1997 levou a fugas de capital nos demais países asiáticos e suas moedas (exceto pelo dólar de Hong Kong e o *yuan* chinês, que continuaram firmemente atrelados ao dólar norte-americano) se desvalorizaram em 30% ou mais. A rúpia indonésia perdeu 80% do seu valor. A maioria dos bancos da área – exceto aqueles em Hong Kong e Singapura – teria ido à falência em qualquer teste de mercado razoável. A crise espalhou-se para a Rússia; o rublo despencou e o sistema bancário do país entrou em colapso no começo de 1998. Os investidores ficaram então mais cuidadosos: venderam títulos arriscados e compraram títulos governamentais dos Estados Unidos, mais seguros, e as mudanças no relacionamento entre as taxas de juros desses dois grupos de títulos levou ao colapso do Long-Term Capital Management, na época o maior fundo de *hedge* do país.

A BOLHA DAS AÇÕES DA NASDAQ NA DÉCADA DE 1990

Nos Estados Unidos, as ações são negociadas no “mercado de balcão” ou em uma das bolsas de valores organizadas, principalmente na Bolsa de Valores de Nova York. Segundo o padrão típico, as ações de empresas jovens eram inicialmente comercializados no mercado de balcão, e a maioria delas incorreria nos custos associados ao ser listada na Bolsa de Valores de Nova York, porque acreditavam que isso aumentaria o mercado e levaria a maiores preços para suas ações. Algumas novas empresas muito bem-sucedidas associadas com a revolução na tecnologia da informação dos anos 1990 – Microsoft, Cisco, Dell, Intel – eram exceções a esse padrão. Elas escolheram não ser listadas na Bolsa de Valores de Nova York porque consideravam que negociar ações eletronicamente no mercado de balcão era melhor do que comercializar ações com o método do pregão “viva voz” usado naquela bolsa.

Em 1990, o valor de mercado das ações negociadas na NASDAQ correspondia a 11% daquele das ações da Bolsa de Valores de Nova York. Os preços comparáveis para 1995 e 2000 foram de 19% e 42%. A taxa percentual média anual de aumento do valor de mercado das ações na NASDAQ foi de 30% durante a primeira metade da década e de 46% nos próximos quatro anos. Algumas das empresas mais novas que negociavam na NASDAQ acabariam-se tornando tão bem-sucedidas quanto a Microsoft e a Intel, garantindo assim altos preços para suas ações. A probabilidade de que todas as empresas cujas ações negociadas na NASDAQ fossem tão bem-sucedidas quanto a Microsoft era extremamente pequena, uma vez que isso implicava que a participação total dos lucros no Produto Interno Bruto norte-americano fosse duas ou três vezes maior do que a maior participação já atingida na história norte-americana.

Em parte, o grande número de quebras nos mercados financeiros nacionais no período analisado reflete o fato de que existem mais países independentes. Apesar de ser difícil comparar os períodos, a conclusão inegável é a de que os fracassos financeiros foram mais extensos e profundos de 1970 até 2008.

A bolha nos preços das ações nos Estados Unidos na segunda metade dos anos 1990 foi associada a um notável crescimento econômico no país. A taxa de desemprego declinou rapidamente, a de inflação caiu e as de crescimento econômico e de produtividade aceleraram. O governo norte-americano teve seu maior superávit fiscal em 2000, depois de ter seu maior déficit fiscal em 1990. O notável desempenho da economia real contribuiu para a elevação significativa nos preços das ações que, por sua vez, levou ao aumento dos gastos com investimentos e com consumo, bem como na taxa de crescimento econômico do país.

Os preços das ações começaram a cair no segundo trimestre de 2000. Nos próximos três anos desvalorizaram 40%, enquanto as ações da NASDAQ, 80%.

Os valores dos imóveis começaram a aumentar acima da média em 2002. Isso ocorreu no

longo prazo, devido ao aumento no nível geral dos preços e no Produto Interno Bruto nominal. (Muito do elevação nos preços dos imóveis reflete aumentos no valor das terras.) O Banco Central dos Estados Unidos manteve taxas baixas de juros (em parte como consequência da lentidão da economia), e os preços das casas subiram três vezes mais rápido do que o nível geral. O grande aumento no valor dos imóveis induziu a uma explosão nas construções, e o número de novas edificações atingiu dois milhões de unidades por ano – cerca de 500 mil unidades a mais do que o necessário para satisfazer o crescimento populacional e as perdas devidas a incêndios, tempestades e fatores similares. Parte do aumento na demanda ocorreu por causa dos investidores que buscavam obter lucros com a elevação contínua dos preços.

A grande queda nos valores dos imóveis residenciais e o declínio nos preços dos títulos relacionados às hipotecas desde 2007 levaram à produção de muitos livros focados nos Estados Unidos, os quais buscam explicar a bolha por falhas nas regulamentações, erros dos reguladores, ganância de banqueiros ou pelos problemas dos novos instrumentos financeiros desenvolvidos no país.

Um dos temas deste livro é a constatação de que as bolhas de crédito que muitas vezes ocorrem em vários países ao mesmo tempo têm causas iniciais similares. Assim, o pico nas dívidas dos países em desenvolvimento nos anos 1970 ocorreu porque os principais bancos internacionais acreditavam que os preços das *commodities* continuariam a aumentar e que as taxas de crescimento nesses países permaneceriam altas. A probabilidade de que as bolhas nos mercados imobiliários dos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Islândia, Espanha, África do Sul e diversos outros países que começaram por volta de 2002 tenham sido eventos independentes parece baixa. As bolhas imobiliárias são sempre resultado de bolhas no aumento do crédito. Existem aspectos idiossincráticos únicos nesses diferentes mercados nacionais. O mercado de hipotecas *subprime* (de segunda linha) parece ser exclusivamente dos Estados Unidos. O rápido crescimento no fornecimento de crédito levou a um forte aumento na demanda por hipotecas, que foi maior do que a provisão de empréstimos de primeira linha, e então os corretores de hipotecas incentivaram uma rápida elevação no fornecimento de hipotecas de segunda linha.

Outro tema é a probabilidade de que quatro ondas de bolhas em um período de trinta anos não estejam relacionadas é bem baixa. Cada bolha levou a uma crise. Várias dessas crises parecem ter estabelecido a base para a próxima onda de bolhas. A crise financeira dos países em desenvolvimento no início da década de 1980 teve um efeito dominó que contribuiu para a bolha dos imóveis e ações no Japão na segunda metade da mesma década. A implosão da bolha em Tóquio no início dos anos 1990 levou a um aumento no fluxo de capital do Japão para Tailândia, Malásia e Indonésia, que provocou a valorização de suas moedas e a elevação nos preços dos imóveis e títulos nesses países. Quando implodiram as bolhas dos países no sudeste asiático, houve um surto no fluxo de capitais para os Estados Unidos enquanto esses países pagavam seus empréstimos. O dólar norte-americano valorizou-se e o déficit comercial aumentou em US$ 150 bilhões por ano.

Esse aumento no fluxo de capitais para um país quase sempre leva à valorização de sua moeda e dos preços dos ativos, uma vez que os vendedores domésticos dos títulos usam quase todas as suas receitas para comprar outros ativos de distintos residentes do país, que, por sua

vez, usam grande parte de suas receitas para comprar diversos títulos domésticos de outros residentes. Essas transações ocorriam a preços cada vez maiores: era como se o dinheiro da venda dos títulos para estrangeiros fosse a proverbial "batata quente" que era passada rapidamente de um grupo de investidores para outro a preços cada vez maiores.

1.1 Manias e crédito e livros

A produção de livros sobre as crises financeiras é anticíclica. Muitos apareceram nos anos 1930, depois da bolha no mercado de ações dos Estados Unidos no final dos anos 1920 e a subsequente quebra e Grande Depressão. Apareceram relativamente poucos livros sobre crises durante as décadas que precederam a Segunda Guerra Mundial.

A primeira edição deste livro foi publicada em 1978 nos Estados Unidos, depois que os preços das ações no país caíram 50% em 1973 e 1974, após quinze anos de tendência altista nas ações. A queda do mercado de ações e a recessão norte-americana levaram às falências da ferrovia Penn Central, de algumas grandes companhias metalúrgicas e de um grande número de corretoras de ações de Wall Street. A cidade de Nova York estava à beira de declarar moratória em suas dívidas, e foi salva da insolvência pelo estado de Nova York. Não foi realmente uma quebra, a menos que você fosse um oficial sênior ou acionista de uma das empresas que faliram ou fosse o prefeito.

A quinta edição foi publicada depois da implosão da bolha "ponto com" das ações nos Estados Unidos no final dos anos 1990. As inovações desde a quinta edição foi o advento da bolha dos imóveis residenciais nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha, Islândia e outros países, e o grande aumento das dívidas dos governos da Grécia, de Portugal, da Irlanda e da Espanha.

Cada uma dessas ondas de bolhas foi global, pois quatro, cinco ou mais países estavam envolvidos. Além disso, elas parecem ser maiores, julgando pelo aumento da riqueza e patrimônio das famílias.

LIVROS SOBRE A CRISE FINANCEIRA DE 2008

O colapso dos bancos comerciais e de investimentos dos Estados Unidos em 2007, 2008 e 2009 levou ao surgimento de um grande número de livros sobre a crise financeira, escrito por três grupos principais de autores. Muitos foram produzidos por jornalistas, como Gillian Tett, que escreveu *O ouro dos tolos: como a ganância desenfreada corrompeu um sonho, despedaçou os mercados e desencadeou uma catástrofe mundial;*[2] Andrew Ross Sorkin publicou *Too Big to Fail: The inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves;* Roger Lowenstein escreveu *The End of Wall Street*; Justin Fox publicou *O mito dos mercados racionais: uma história de risco, recompensa e decepção em Wall Street;*[3] e Scott Patterson escreveu *Mentes brilhantes, rombos bilionários; como os quants, uma geração de gênios da matemática, dominou e quase destruiu Wall Street.* O tema da irracionalidade do mercado também é explorado em *Como os mercados quebram: a lógica das catástrofes econômicas,* de John Cassidy.[4] *The Big Shot: Inside the Doomsday Machine,* de Michael Lewis, concentrou-se em alguns indivíduos que perceberam logo que havia uma bolha no mercado imobiliário e lucros excepcionais poderiam ser obtidos vendendo-se títulos de hipotecas a descoberto. Há também o livro de Suzanne McGee, *Chasing Goldman Sachs: How the Masters of the Universe Melted Wall Street Down... And Why They Will Take Us to the Brink Again,* e *The Meltdown Years: The Unfolding of the Global Economic Crisis,* de Wolfgang Munchau; *O crash de 2008 – dinheiro fácil, apostas

arriscadas e o colapso global do crédito, de Charles R. Morris;[5] *Mr. Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond*, de James Grant; *The Sellout: How Three Decades of Wall Street Greed and Government Mismanagement Destroyed the Global Financial System,* de Charles Gasparino; *Bailout Nation: How Greed and Easy Money Corrupted Wall Street and Shook the World Economy,* de Barry Rithholtz; e *Meltdown: How Greed and Corruption Shattered Our financial System and How We Can Recover* de Katrina Vanden Heuvel e os editores do *Nation*.

Alguns dos livros foram escritos por acadêmicos. Um dos primeiros foi *The Failure of Capitalism,* de Richard Posner. Robert J. Shiller produziu *The Subprime Solution*, e George A. Akerlof, juntamente com Shiller, escreveu *O espírito animal*.[6] Alguns dos capítulos desse livro se concentram na crise. Simon Johnson e James Kwak são os autores de *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown.* Raghuram G. Rajan escreveu *Linhas de falha: como rachaduras ocultas ainda ameaçam a economia mundial,*[7] e Joseph Stiglitz produziu *O mundo em queda livre.*[8] Nassim Nicholas Taleb escreveu *A lógica do cisne negro,*[9] uma crítica do consenso prevalecente nas finanças acadêmicas sobre a eficiência de mercado. A contribuição de Thomas Sowell foi *The Housing Boom and Bust*, enquanto um grupo de quinze célebres economistas escreveu *The Swam Lake Report; Fixing the Financial System*, com mais de trinta recomendações para mudanças nas regulamentações. Amar Bhride escreveu *A Call of Judgement*, que integra as finanças modernas com a economia clássica, enquanto Nouriel Roubini e Stephen Mihm escreveram *A economia da crise: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional.*[10]

Há um terceiro grupo de livros publicados por *insiders*, indivíduos que já fizeram parte de uma empresa financeira. Henry Paulson, secretário do Tesouro dos Estados Unidos de 2007 a 2009 e anteriormente presidente da Goldman Sachs, escreveu *À beira do abismo financeiro*.[11] Lawrence McDonald, ex-funcionário da Lehman Brothers, escreveu *Uma colossal falta de bom senso; a história por trás do colapso do Lehman Brothers*.[12] William D. Cohan, um ex-banqueiro que se tornou jornalista, escreveu *Castelo de cartas,*[13] enquanto Alex Pollock, outro ex-banqueiro, publicou *Boom and Bust: Financial Cycles and Human Prosperity*. George Cooper, um analista financeiro, escreveu *The Origin of Financial Crises*.

A maior parte desses livros está concentrada nos Estados Unidos e ignora ou minimiza as bolhas nos mercados imobiliários de outros países. Entretanto, há três livros sobre a crise da Islândia – *Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*, de Roger Boyes, um jornalista britânico, *Why Iceland?* de Asgeir Jonsson, um ex-banqueiro sênior na Kaupthing, uma das empresas falidas, e *Frozen Assets: How I lived Iceland's Boom and Bust,* de Eftir Armann Thorvaldsson, um ex-presidente do mesmo banco no Reino Unido. Além disso, o governo da Islândia que subiu ao poder depois do colapso estabeleceu uma comissão especial de investigação que produziu *Causes of the Collapse of the Icelandic Banks – Responsability, Mistakes and Negligence.* Os autores foram Pali Hreinsson, Tryggvie Gunnarsson e Sigridur Benediktsdottir.

O congresso dos Estados Unidos estabeleceu uma comissão de investigação da crise financeira composta por dez membros dos dois partidos principais do país, a qual realizou extensas audiências e entrevistou testemunhas das principais firmas financeiras. O ex-presidente do Banco Central dos Estados Unidos, Alan Greenspan, e o ex-secretário do tesouro, Robert Rubin, testemunharam perante a comissão. O relatório da comissão foi publicado em dezembro de 2010.[14]

Os títulos e subtítulos desses livros expressam temas comuns – ganância, o mau funcionamento dos mercados, a corrupção de Wall Street e o domínio dos banqueiros sobre Washington e os regulamentadores. E mais ganância.

O ponto negativo da maioria desses livros é que eles não explicam por que a crise aconteceu naquele momento específico, nem têm uma explicação sobre por que alguns países foram envolvidos e outros não. Os problemas na Islândia foram um desdobramento dos problemas nos Estados Unidos, ou os problemas dos grandes e dos pequenos países afetados foram resultado de um fator comum? Os banqueiros ficaram muito gananciosos logo depois do começo do novo milênio, ou essa ganância sempre esteve lá e foi liberada por algum outro evento?

Além disso, o foco desses livros geralmente é micro e centralizado no fracasso da racionalidade e na inabilidade dos financiadores em prever as consequências do aumento do endividamento dos financiados. As bolhas dos ativos – a maioria das bolhas do ativos – são um fenômeno monetário e resultado do rápido crescimento do fornecimento do crédito. A visão de que aumentos excessivamente rápidos nos preços dos bens e serviços resultam do rápido crescimento da disponibilidade de moeda é aceita – o axioma é a "inflação é sempre um fenômeno monetário". A contraparte é "as bolhas imobiliárias são sempre um fenômeno de crédito".

A sexta edição deste livro aparece trinta e três anos depois da primeira (em 1978) e também depois de trinta dos anos mais tumultuados nos mercados financeiros globais; um

período sem precedentes históricos em termos de turbulência monetária.

AS DEZ GRANDES BOLHAS FINANCEIRAS

1. A bolha das tulipas holandesas (1636).
2. A bolha dos mares do sul (1720).
3. A bolha do Mississipi (1720).
4. A bolha dos preços das ações do final dos anos 1920 (1927-29).
5. O surto nos empréstimos bancários para o México e outros países em desenvolvimento nos anos 1970.
6. A bolha nos imóveis e ações no Japão (1985-89).
7. A bolha de 1985-89 nos imóveis e ações na Finlândia, Noruega e Suécia.
8. A bolha nos imóveis e ações na Tailândia, Malásia, Indonésia e em diversos outros países asiáticos (1992-97), e o surto nos investimentos estrangeiros no México (1990-99).
9. A bolha nas ações de balcão nos Estados Unidos (1995-2000).
10. A bolha imobiliária nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Espanha, Irlanda e Islândia entre 2002 e 2007 e a dívida do governo da Grécia.

A primeira bolha no quadro envolve bulbos de tulipa na Holanda no século XVII. Duas delas – uma na Grã-Bretanha, e outra na França – ocorreram no final das Guerras Napoleônicas. Existiram manias e crises financeiras no século XIX que foram associadas principalmente com a falência de bancos, muitas vezes após um extenso investimento em infraestrutura, como canais e ferrovias. Crises monetárias e bancárias foram frequentes entre 1920 e 1940. Os aumentos em porcentagem nos preços das ações nos últimos 30 anos foram maiores do que nos períodos anteriores, e seis das dez bolhas no quadro ocorreram nesse período. As bolhas nos imóveis e ações muitas vezes ocorreram ao mesmo tempo. Alguns países experimentaram uma nos imóveis, mas não nas ações, enquanto os Estados Unidos tiveram uma bolha no preço das ações na segunda metade da década de 1990 que não teve contraparte no mercado imobiliário.

As manias são dramáticas, mas não têm sido frequentes. Em duzentos anos, ocorreram somente duas nas ações nos Estados Unidos, e geralmente durante a fase de expansão do ciclo de negócios – em parte porque a euforia associada com a mania leva a aumentos nos gastos. Durante a mania, os aumentos nos preços dos imóveis ou ações ou em uma ou diversas mercadorias contribuem para elevações no consumo e gastos com investimentos que, por sua vez, levam à aceleração do crescimento econômico, que é previsto por profetas da economia, e alguns mais aventureiros até mesmo proclamam o fim das recessões e declaram que os ciclos de negócio tradicionais se tornaram obsoletos. O crescimento mais rápido induz os investidores e devedores a tornarem-se mais otimistas, e os preços dos ativos aumentam mais rapidamente.

As manias – especialmente as grandes – estão associadas à euforia econômica. As empresas tornam-se cada vez mais otimistas, e os gastos com investimentos aumentam porque o crédito é abundante. Na segunda metade da década de 1980, as empresas industriais japonesas podiam pegar emprestado quanto quisessem dos seus amigáveis banqueiros em Tóquio e Osaka. O dinheiro parecia ser "grátis" (dinheiro sempre parece ser grátis nas manias), e os japoneses entraram em uma farra de consumo e de investimentos – comprando,

por exemplo, 10 mil itens de arte francesa. Um empreendedor de pistas de corrida de Osaka pagou US$ 90 milhões pelo *Retrato do Dr. Guichet* de Van Gogh, na época o maior preço já pago por uma pintura. A Companhia Imobiliária Mitsui pagou US$ 625 milhões pelo Exxon Building em Nova York, embora o preço inicial pedido fosse de US$ 510 milhões. A Mitsui queria entrar para o *Guinness – o livro dos recordes* por pagar o maior valor por um edifício de escritórios. Na segunda metade da década de 1990, nos Estados Unidos, as recém-fundadas empresas nas indústrias da tecnologia da informação e biotecnologia tiveram acesso a fundos virtualmente ilimitados dos capitalistas de risco que acreditavam obter grandes lucros quando as ações dessas firmas fossem vendidas para o público.

Durante esses períodos de euforia, um número crescente de investidores buscou ganhos de capital de curto prazo com o aumento de preço dos imóveis e ações. Esses investidores fizeram adiantamentos na compra de apartamentos em condomínios em fase de pré-construção, prevendo que seriam capazes de vendê-los com grandes lucros quando os prédios estivessem terminados, ou mesmo antes.

No entanto, um dia ocorre um evento – talvez uma mudança na política governamental, a falência inesperada de uma empresa que achava ser bem-sucedida – que leva a uma interrupção no aumento dos preços dos ativos. Logo, alguns investidores que estavam financiando a maior parte de suas compras com dinheiro emprestado tornam-se vendedores em dificuldades, porque o pagamento dos juros sobre o dinheiro emprestado para financiar suas compras é maior do que a receita do investimento sobre os ativos. Os preços destes caem abaixo de seus valores de compra, e agora os compradores estão "debaixo d'água" – as quantias devidas sobre o dinheiro emprestado para financiar as compras desses ativos são maiores do que seu valor atual de mercado. Suas vendas apressadas levam a fortes declínios nos preços dos ativos, e é provável que haja quebras e pânicos.

A situação econômica em um país depois de anos de comportamento de bolha lembra o de uma pessoa jovem em uma bicicleta: é necessário manter o movimento para a frente, ou a bicicleta torna-se instável. Durante a mania, os preços dos ativos caem imediatamente depois que param de aumentar – não existe patamar, nenhum "meio termo". O declínio nos preços de alguns ativos leva à preocupação, e assim se considera que os preços dos ativos irão cair mais e o sistema financeiro enfrentará "dificuldades". A pressa em vender esses ativos se torna autossustentável – e tão precipitada que se assemelha ao pânico. Os preços das *commodities* – casas, prédios, terras, ações, obrigações – reduzem para níveis pouco acima de 30 a 40% dos seus preços no pico. Ocorre um surto de falências, a atividade econômica desacelera e o desemprego aumenta.

As características dessas manias nunca são idênticas, e ainda assim existe um padrão similar. O aumento nos preços das *commodities*, imóveis ou ações está associado com a euforia. A renda das famílias e também os seus gastos elevam-se. Existe uma sensação de "isso nunca foi tão bom". Então, os valores dos ativos atingem seu pico e começam a cair. A implosão de uma bolha leva a declínios nos preços de *commodities*, ações e imóveis. Algumas crises financeiras foram precedidas por um rápido aumento no endividamento de um ou vários grupos tomadores de empréstimos, em vez de uma rápida valorização no preço de um ativo ou título.

A tese deste livro sustenta que o ciclo de manias e pânicos resulta das mudanças procíclicas no fornecimento de crédito, o qual aumenta rapidamente nos bons períodos, e então, quando o crescimento econômico diminui, a taxa de elevação do crédito muitas vezes cai rapidamente. Uma mania envolve aumentos nos preços dos imóveis, ações, moedas ou *commodities* no presente e no futuro próximo, não consistentes com os valores dos mesmos imóveis ou ações no futuro distante. As previsões de que o preço do petróleo poderia aumentar para US$ 80 por barril, depois que passou de US$ 2,50 por barril no início dos anos 1970 para US$ 36 no final dessa década, foram maníacas. Durante as expansões econômicas, os investidores tornam-se cada vez mais otimistas e mais ansiosos em procurar oportunidades de lucro que darão retorno no futuro distante, enquanto os financiadores ficam mais avessos aos riscos. A exuberância racional transforma-se em irracional; a euforia econômica desenvolve-se e os gastos com investimentos e consumo aumentam. Existe uma sensação difundida de que "é hora de pular no trem antes que ele deixe a estação", e as oportunidades excepcionalmente lucrativas desaparecem. Os preços dos ativos crescem ainda mais. Uma parte cada vez maior das compras desses ativos é realizada em antecipação dos ganhos de capital de curto prazo, e uma parcela excepcionalmente grande dessas compras é financiada com crédito.

As crises financeiras analisadas neste livro são grandes tanto em tamanho como em efeito, e a maioria é internacional porque envolve diversos países – ao mesmo tempo ou de modo causal e sequencial.

O termo "bolha" é genérico para o aumento nos preços dos ativos na fase "mania" do ciclo e não pode ser explicado pelas mudanças nos fundamentos econômicos. Nos anos 2000, bolhas imobiliárias e no preço das ações ocorreram aproximadamente ao mesmo tempo no Japão e em alguns dos países asiáticos. As grandes valorizações do ouro e da prata no final dos anos 1970 constituíram uma bolha, mas do petróleo cru no mesmo período não. A distinção é que muitos dos compradores de ouro e prata naquela década tumultuada e inflacionária previram que os preços dos dois metais preciosos iriam continuar a subir e que se obteriam lucros em comprar e manter essas *commodities* por períodos relativamente curtos. Em contraste, muitos dos compradores de petróleo estavam preocupados com problemas no suprimento de petróleo devido ao cartel e à guerra do Golfo Pérsico, que levariam à falta do produto e ao aumento dos preços.

ESQUEMAS PONZI, CORRENTES, ESQUEMAS DE PIRÂMIDE, MANIAS E BOLHAS

Esquemas Ponzi, correntes postais, bolhas, esquemas de pirâmide, finanças e manias são termos que se sobrepõem um pouco, usados para padrões não sustentáveis de comportamento financeiro, nos quais os preços dos ativos hoje não são consistentes com os mesmos em datas futuras. Os esquemas Ponzi geralmente envolvem promessas de pagamento de taxas de juros de 30, 40 ou 50% ao mês. Os empreendedores que desenvolvem esses esquemas sempre alegam ter descoberto uma nova fórmula secreta para conseguir essas altas taxas de retorno. Eles fazem os pagamentos dos juros prometidos durante os primeiros meses com o dinheiro recebido dos novos clientes atraídos pelas altas taxas de retorno prometidas. No quarto ou quinto mês, o dinheiro recebido desses novos clientes é menor do que a promessa para os primeiros clientes, e os empreendedores vão para o Brasil, ou para a cadeia, ou para os dois.

Uma corrente postal é uma forma particular de arranjo de pirâmide. No procedimento, os indivíduos recebem uma carta pedindo que enviem US$ 1 (US$ 10 ou US$ 100) para a pessoa no topo da pirâmide, devendo enviar a mesma carta para

cinco amigos ou conhecidos em cinco dias. A promessa é de que dentro de trinta dias você irá receber US$ 64 para cada US$ 1 “investido”.

Os esquemas de pirâmide muitas vezes envolvem a divisão de comissões de venda de títulos, cosméticos ou suplementos alimentares feita por quem realmente realizou as vendas com aqueles que os recrutaram para a equipe de vendas.

A bolha envolve a compra de um ativo, geralmente um imóvel ou valor mobiliário, e não por causa da taxa de retorno sobre o investimento, mas na esperança de que o ativo ou valor mobiliário possa ser vendido para mais alguém a um preço ainda maior. O termo *the greater fool* (“o maior tolo”) foi usado para sugerir que o último comprador está sempre contando em encontrar mais alguém para quem vender a ação, o apartamento ou cartão de beisebol.

O termo “mania” descreve o padrão frenético de compras, muitas vezes um aumento nos preços acompanhado por um crescimento nos volumes negociados. Os indivíduos estão ansiosos para comprar antes que os preços aumentem mais. O termo “bolha” sugere que quando os preços estabilizam, é provável – quase certo – que eles caiam.

As correntes postais e pirâmides raramente têm consequências macroeconômicas, pois envolvem segmentos isolados da economia e a redistribuição da renda daqueles que chegaram por último para os que chegaram primeiro. As bolhas nos preços dos ativos muitas vezes estão associadas com a euforia econômica e o aumento nos gastos empresariais e pessoais, porque o futuro parece ser brilhante – pelo menos até que a bolha estoure.

Virtualmente, todas as manias estão associadas a uma robusta expansão econômica, mas somente poucas expansões estão associadas a uma mania. Ainda assim, a associação entre elas é frequente e uniforme o suficiente para merecer mais estudos.

Alguns economistas contestaram a visão de que o uso do termo “bolha” é realmente apropriado, pois sugere um comportamento irracional muito improvável ou implausível. Em vez disso, eles buscam explicar o rápido aumento nos preços dos imóveis ou ações em termos consistentes com mudanças nos fundamentos econômicos. Assim, para esses economistas, o surto nos preços das ações da NASDAQ na década de 1990 ocorreu porque os investidores procuraram comprar ações de firmas que poderiam repetir os sucessos espetaculares da Microsoft, Intel, Cisco, Dell e Amgen.

1.2 As implicações políticas

O surgimento de uma mania ou bolha levanta uma questão: os governos devem ou não procurar moderar os surtos nos preços dos ativos para reduzir a probabilidade ou severidade da crise financeira que se seguirá? Virtualmente, todos os grandes países estabeleceram um banco central como “emprestador de última instância” doméstico para reduzir a probabilidade de que uma falta de liquidez possa-se tornar uma crise de solvência. A prática leva à questão do papel de um “emprestador internacional de última instância” que pudesse auxiliar os países a estabilizar o valor das suas moedas e reduzir a probabilidade de sua forte desvalorização, em consequência da falta de liquidez que poderia causar um grande número de falências.

Durante uma crise, muitas empresas que recentemente pareciam robustas vão à falência porque o fracasso de algumas delas muitas vezes leva a um declínio nos preços dos ativos e a uma desaceleração da economia. Quando isso ocorre, a intervenção governamental pode ser desejável para proporcionar o bem público da estabilidade. Durante as crises econômicas, o declínio nos preços dos ativos pode ser tão grande e abrupto que as mudanças de valores passam a justificar a si próprias. Quando eles caem violentamente, um pico na demanda por

liquidez pode levar muitos indivíduos e firmas à falência, e a venda de ativos nessas circunstâncias perturbadoras pode induzir mais declínios em seus valores. Nesses momentos, um emprestador de última instância pode proporcionar estabilidade ou atenuar a instabilidade financeira. O dilema é que se os investidores soubessem antecipadamente que o governo ofereceria suporte financeiro sob condições generosas quando os preços dos ativos caíssem muito, os mercados poderiam quebrar com mais frequência, porque esses investidores seriam menos cuidadosos nas suas compras de ativos.

O papel do emprestador de última instância em uma quebra ou pânico está repleto de ambiguidades e dilemas. Thomas Joplin comentou sobre o comportamento do Banco da Inglaterra durante a crise de 1825: “Há momentos em que as regras e precedentes não podem ser quebrados. Outros, quando não podem ser seguidos com segurança.” Quebrar uma regra estabelece um precedente e uma nova regra que pode ser seguida ou rompida conforme a ocasião exija. Nessas circunstâncias, a intervenção é uma arte, e não uma ciência. As regras gerais de que o estado deve sempre intervir ou que nunca deve intervir estão erradas. Essa mesma questão da intervenção reapareceu quando se ponderou se o governo dos Estados Unidos deveria ter resgatado a Chrysler (1979), a cidade de Nova York (1975) e o Continental Illinois Bank, em 1984 (de fato, o Continental Illinois faliu, embora os depositantes do banco não tenham sido afetados). Questionou-se também se o Banco da Inglaterra não deveria ter resgatado a Baring Brothers em 1995, depois que o negociante desonesto, Nick Leedon, no escritório da filial de Singapura, desfalcou o capital da empresa por meio de transações ocultas em contratos de opção. A questão parece envolver um grupo de devedores, bancos ou outras instituições financeiras, os quais incorrem em perdas tão grandes que provavelmente serão forçados a fechar, pelo menos sob a direção então vigente. Os Estados Unidos agiram como emprestador de última instância durante a crise financeira mexicana no final de 1994, assim como o fez o FMI durante a crise financeira russa de 1998, principalmente depois de ser estimulado pelos governos norte-americano e pelo alemão. No entanto, nem os Estados Unidos e nem o Fundo Monetário Internacional estavam dispostos a agir como emprestador de última instância durante a crise financeira argentina no começo de 2001. Assim, essa lista destaca que lidar com crises financeiras continua sendo um grande problema.

A conclusão de *The World in Depression, 1929-1939* foi de que a depressão dos anos 1930 foi ampla, profunda e prolongada, porque não havia emprestador internacional de última instância.[15] A Grã-Bretanha não foi capaz de realizar esse papel porque estava esgotada pela Primeira Guerra Mundial, obcecada em atrelar a libra inglesa ao ouro com a paridade pré-1914 e tonta com a interrupção da recuperação econômica da década de 1920, e os Estados Unidos também não estavam dispostos a agir como emprestadores internacionais de última instância. Mas, na época, os norte-americanos achavam que seu país deveria ter desempenhado esse papel. Mais adiante, no Capítulo 12, a análise desse papel será estendida.

Os aspectos monetários das manias e pânicos são importantes, e serão examinados em profundidade em diversos capítulos. Segundo a visão monetária – pelo menos do ponto de vista monetarista –, a mania não ocorreria se a taxa de crescimento da base monetária fosse estabilizada ou constante. Muitas das manias estão associadas com um pico no crescimento do

crédito, mas nem todas. Uma taxa de crescimento constante do suprimento monetário pode reduzir a frequência das manias, mas é improvável que as mande para a lata de lixo da história. A taxa de aumento nos preços das ações nos Estados Unidos na segunda metade da década de 1920 foi excepcionalmente alta em relação à do suprimento monetário, assim como a taxa de aumento nos preços das ações da NASDAQ na segunda metade da década de 1990 em relação ao crescimento do suprimento monetário do país. Alguns monetaristas distinguem entre crises financeiras "reais", causadas pelo encolhimento da base monetária ou dinheiro de alta potência, e as "pseudocrises", ou seja, não causadas por esses fatores. As crises financeiras nas quais a base monetária muda no início ou final do processo devem ser distinguidas daquelas em que o suprimento monetário não aumenta significativamente.

As primeiras manias, discutidas na primeira edição norte-americana deste livro (1978), corresponderam às bolhas dos Mares do Sul e do Mississipi em 1719-20. As analisadas na presente edição são a *Kipper-und Wipperzeit*, uma crise monetária (1619-22) que ocorreu na eclosão da Guerra dos Trinta Anos, e a muito discutida "tulipomania" de 1636-37. O entendimento de que o comércio de tulipas na República Unida dos Países Baixos constituiu uma bolha veio do amplo reconhecimento, mesmo na época, de que espécimes exóticos de tulipa são difíceis de cultivar, mas uma vez cultivados se propagam facilmente – o que faria seus preços caírem rapidamente.[16]

O tratamento histórico inicial concentra-se nas experiências europeias. A crise mais recente coberta nesta edição se concentra nos mercados imobiliários dos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha e Islândia. O foco nas crises financeiras da Grã-Bretanha do século XIX reflete tanto a importância central de Londres nos acordos financeiros internacionais como os abundantes trabalhos escritos por analistas contemporâneos. Em contraste, Amsterdã foi o poder financeiro dominante por grande parte do século XVIII, mas os eventos foram tratados muito superficialmente por causa das dificuldades em acessar a literatura holandesa.

As ondas de bolhas de crédito e crises desde meados dos anos 1970 sugerem que esses eventos de mercado foram muito mais globais do que no passado. A maioria dos países que experimentaram bolhas de crédito também recebeu um fluxo de dinheiro. Uma vez que poucas taxas de câmbio eram fixas, os fluxos levaram a uma valorização de suas moedas e – já que o dinheiro tem de ir para algum lugar – a aumentos nos preços dos ativos. Cada um desses países experimentou um *boom* econômico – "isso não poderia estar melhor". Como as moedas se valorizaram, a alta pressão nos preços dos bens e serviços foi menor do que talvez fosse se as moedas estivessem fixas. Mesmo assim, os bancos centrais de muitos países aumentaram as taxas de juros – o que teve o impacto de atrair mais dinheiro do exterior.

Uma característica única desses desenvolvimentos monetários é o fato de que com vínculos maiores entre os mercados globais é mais provável que o dinheiro vá para fora do país por causa de pequenos retornos maiores que o esperado. A novidade é um *pool* muito maior de fundos líquidos com denominação em dólares norte-americanos que os investidores podem usar quando quiserem comprar ativos e títulos em países cujos retornos financeiros e econômicos parecem subitamente muito melhores.

1.3 A história capítulo por capítulo

Um modelo estilizado de especulação, expansão de crédito, problemas financeiros e crise que acaba em pânico e quebra será apresentado no Capítulo 2 – A anatomia de uma crise típica. Ele aborda as ideias clássicas iniciais de "volume excessivo de negócios" seguido por "revulsão" e "descrédito" – termos bolorentos usados por gerações antigas de economistas, incluindo Adam Smith, John Stuart Mill, Knut Wicksell e Irving Fisher. Esses conceitos foram mais desenvolvidos por Hyman Minsky, que argumentou que o sistema financeiro em uma economia de mercado é instável, frágil e predisposto a crises. O modelo dele explica bem as primeiras crises nos Estados Unidos e na Europa Ocidental, as bolhas dos preços dos ativos no Japão na segunda metade da década de 1980 e as bolhas imobiliárias nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha e Islândia entre 2002 e 2007.

A fase "mania" da expansão econômica é o assunto do Capítulo 3 – Manias especulativas. O foco central é analisar se os mercados são sempre racionais ou se a especulação pode ser desestabilizadora, ou seja, se os investidores em imóveis e ações desenvolvem estimativas dos preços previstos com base na valorização recente desses ativos ou se suas previsões de preços são baseadas nas suas estimativas de lucro. A natureza do choque externo, exógeno, que dispara a mania, é examinada em diferentes situações históricas: antes e no fim de uma guerra, em uma série de colheitas boas e ruins, na abertura de novos mercados e novas fontes de suprimento e no desenvolvimento de diferentes inovações – a ferrovia, a eletricidade e o e-mail. Uma forma recente de deslocamento que atingiu o sistema foi a liberação financeira ou desregulamentação no Japão, nos países nórdicos, em alguns países asiáticos, no México, na Rússia e na Islândia, que levou à expansão monetária, a empréstimos estrangeiros e investimentos especulativos.[17]

Os investidores especularam em *commodities*, terras para agricultura, locais de construção urbana, ferrovias, novos bancos, lojas de desconto, ações, títulos (tanto estrangeiros quanto domésticos), ações "especiais", conglomerados, condomínios, *shopping centers* e prédios de escritórios. Excessos moderados acabam sozinhos, sem danos à economia, embora investidores individuais sofram grandes perdas. A questão é saber se a euforia da escalada econômica põe em risco a estabilidade financeira somente quando envolve pelo menos dois ou mais objetos de especulação (uma colheita ruim, por exemplo) com uma mania ferroviária ou uma orgia de especulação de terras, ou uma bolha ao mesmo tempo no setor imobiliário e nas ações.

As dimensões monetárias das manias e pânicos são analisadas no Capítulo 4 – Alimentando as chamas: a expansão do crédito. As ocasiões em que um *boom* ou pânico foram iniciados por um evento monetário – uma recunhagem, a descoberta de metais preciosos, uma mudança na relação dos preços do ouro e prata sob o bimetalismo, um sucesso inesperado da estreia de alguma ação ou títulos, redução drástica nas taxas de juros como resultado de uma conversão massiva de dívidas ou uma rápida expansão da base monetária – são destacadas. Inovações financeiras, bem como nos processos produtivos, podem afetar o sistema e levar ao excesso de investimentos em alguns tipos de serviços financeiros.[18]

Os setores financeiros expandiram-se rapidamente nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda e Islândia durante seus *booms* imobiliários em consequência do ligeiro crescimento das hipotecas e títulos ligados a elas. Um grande aumento nas taxas de juros pode induzir alguns investidores a retirar seu dinheiro dos bancos e instituições de poupança, que são então espremidos porque os preços dos seus títulos de longo prazo declinam quando precisam reduzir seu quadro de funcionários. Os problemas associados com a administração do mecanismo monetário para evitar manias e bolhas são destacados nesta edição. A maioria das bolhas, e especialmente aquelas que ocorreram desde 1970, resultou do rápido aumento no crédito disponível para um grupo de devedores, muitas vezes compradores de imóveis. O controle monetário pelos bancos centrais limita o crescimento do dinheiro e crédito. O dinheiro é um bem público, mas arranjos monetários muitas vezes foram explorados por particulares. Além disso, os bancos são difíceis de regular porque desenvolvem novas instituições que contornam as regulamentações. Muitos monetaristas insistem que várias das dificuldades cíclicas do passado – talvez a maioria – foram resultado da má administração do mecanismo monetário. Tais erros foram frequentes e sérios. Entretanto, o argumento apresentado no Capítulo 4 sustenta que, mesmo quando o suprimento de dinheiro foi ajustado às demandas de uma economia, o mecanismo monetário não permaneceu regulado por muito tempo. Quando o governo produz uma quantidade do bem público – dinheiro –, as pessoas podem começar a produzir muitos substitutos para ele, assim como os advogados encontram novos furos nas leis tributárias quase tão rapidamente quanto velhas lacunas são tapadas. A evolução do dinheiro para as notas bancárias, letras de câmbio, depósitos bancários e papel financeiro ilustra o ponto. A Escola Monetarista podia estar certa sobre a necessidade de um suprimento constante de dinheiro, mas estava errada em acreditar que o de moeda poderia ser constante.

Os aspectos domésticos da crise são revistos no Capítulo 5 – O estágio crítico – quando a bolha está prestes a estourar. Uma questão levantada é saber se as manias podem ser impedidas por alertas oficiais – persuasão moral ou convencimento. As evidências sugerem que não, ou pelo menos que, antes de muitas crises, houve avisos com objetivo de evitá-las. Há uma frase bastante citada de Alan Greenspan, presidente do Banco Central dos Estados Unidos. Ele declarou, em 6 de dezembro de 1996, que achava o mercado de ações dos Estados Unidos "irracionalmente exuberante". A média industrial do Dow Jones na época era 6.600 e, subsequentemente, teve um pico de 11.700. A NASDAQ estava em 1.300 no momento da declaração de Greenspan e teve um pico de mais de 5.000 quatro anos depois. Um alerta similar foi feito em fevereiro de 1929 por Paul M. Warburg (banqueiro privado e um dos pais do sistema de bancos centrais dos Estados Unidos), que mesmo assim não conseguiu reduzir a subida dos mercados de ações. A natureza do evento que produz um ponto de ruptura é discutida: algumas falências, deflação ou áreas problemáticas reveladas ou sugeridas, ou um aumento brusco na taxa de descontos do banco central para interromper a hemorragia de dinheiro em circulação doméstica ou no exterior. E há a interação de preços caindo – uma quebra – e seu impacto sobre a liquidez na economia.

Os impactos da mania sobre os gastos domésticos e a euforia resultante são discutidos no Capítulo 6 – Euforia e riqueza de papel. As bolhas levam a gastos extravagantes. Malásia,

Dubai e alguns outros países construíram o prédio mais alto do mundo – para mostrar que podiam fazê-lo e pagar por ele. Os japoneses, como visto, importaram arte francesa nos anos 1980 – porque outros japoneses estavam fazendo isso também. O dinheiro parece ser "grátis", como se as leis fundamentais da economia não se aplicassem mais. Mas as observações dos gastos extravagantes por fim originaram questões sobre a existência de uma bolha por baixo deles.

A implosão da bolha leva sempre à descoberta de fraudes e golpes que se desenvolveram com a mania. Esses eventos são revisados no Capítulo 7 – Bernie Madoff: fraudes, golpes e o ciclo do crédito. Fraude e corrupção baseiam-se na desinformação – tanto na falsificação quanto na interpretação incorreta das informações. Algumas também envolvem o roubo de informações privadas antes que elas se tornem disponíveis para o público. Podem ser pessoais ou corporativas. Bernie Madoff conduziu um dos maiores esquemas Ponzi já vistos, e os investidores perderam mais de US$ 20 bilhões. Os proprietários de alguns conglomerados de negócios na Islândia "capturaram" o controle dos bancos e então fizeram empréstimos para aumentar seu consumo e seus investimentos. A combinação de instituições financeiras falidas e o rápido crescimento de títulos podres na década de 1980 custaram aos contribuintes norte-americanos mais de US$ 100 bilhões. Alguns desses títulos foram adquiridos por indivíduos que dependiam deles para o seu financiamento. Enron, MCIWorldCom, Tyco, Dynegy e Adelphia fizeram parte da galeria de vilões da década de 1990. Muitas das grandes famílias de fundos mútuos dos Estados Unidos foram expostas porque davam tratamento preferencial aos fundos de *hedge*. Quebras e pânicos muitas vezes são precipitados pela revelação de alguma prevaricação, transgressão ou suborno (a corrupção de oficiais) ocorrido durante a mania. Uma conclusão possível é que os golpes são uma resposta ao apetite por fortuna (ou pura e simples cobiça) estimulada pelo *boom* – grupo A quer igualar-se ao grupo B, e para isso alguns membros do grupo A tomam atitudes fraudulentas. Conforme o sistema monetário é forçado, as instituições perdem liquidez e, quando golpes malsucedidos parecem estar prestes a ser revelados, a tentação de pegar o dinheiro e fugir torna-se irresistível.

O contágio internacional das manias e crises do século XVII até a primeira metade do século XX é o assunto do Capítulo 8 – Contágio internacional de 1618-1930. Dois, três, quatro ou mais países experimentam sintomas de bolha similares ao mesmo tempo, e para isso existem duas narrativas concorrentes. Uma envolve a metáfora do Sol e da Lua: a mania começou em um país, muitas vezes grande, e então foi "irradiada" para seus vizinhos menores ou parceiros comerciais. Essa alternativa afirma que esses países estão sujeitos ao mesmo choque ou inovação. Existem muitos vínculos possíveis entre países, incluindo comércio, arbitragem de títulos, fluxos de capital, mudanças nas reservas de ouro ou outros ativos de reserva internacional nos bancos centrais, e assim contágio direto dos especuladores na euforia ou desânimo. Algumas bolhas são nacionais, outras, globais. Algumas crises são nacionais, outras, internacionais. Qual é a diferença? O pânico de 1907 em Nova York, por exemplo, precipitou o colapso da Società Bancaria Italiana por meio da pressão sobre Paris, comunicada a Turim mediante retiradas dos depósitos bancários? Existe uma ambiguidade fundamental – condições de juros altos e pouca oferta de crédito podem tanto atrair fundos como os repelir, dependendo das expectativas que um aumento nas taxas de juros gera. Com

expectativas inelásticas – sem medo de crise ou de desvalorização da moeda –, um aumento na taxa de juros atrai fundos do exterior e ajuda a proporcionar o dinheiro necessário para elevar a liquidez. Com expectativas de mudança elásticas – ligadas a queda de preços, falências ou desvalorização da moeda –, aumentar a taxa de juros pode sugerir a necessidade de tomar mais fundos em vez de trazer novos. Esse dilema é familiar na vida econômica em geral. A valorização de uma mercadoria pode levar os consumidores a postergar a compra enquanto esperam por uma redução no preço, ou acelerar antes que aumentem mais. E mesmo quando as expectativas são inelásticas e a elevação na taxa de juros no banco central inicia as reações corretas, os atrasos nas respostas podem ser tão longos que a crise começa antes que a cavalaria chegue.

Um gatilho complexo – mas não incomum – que leva a crises financeiras é a súbita interrupção dos empréstimos estrangeiros, talvez decorrente de um *boom* doméstico. Assim, o *boom* na Alemanha e na Áustria em 1873 resultou em um declínio dos fluxos monetários externos e contribuiu para as dificuldades de Jay Cooke nos Estados Unidos. Acontecimentos similares ocorreram na crise de Baring, em 1890, quando problemas na Argentina desencadearam um súbito declínio nos fluxos monetários para África do Sul, Austrália, Estados Unidos e outros países da América Latina. O *boom* no mercado de ações em Nova York no final da década de 1920 levou os norte-americanos a comprar menos títulos governamentais da Alemanha e de diversos países da América Latina, o que, por sua vez, fez esses países entrarem em recessão. Uma interrupção no comércio internacional pode precipitar uma recessão no exterior, que, em consequência, pode afetar o país que iniciou o processo.[19]

A discussão no Capítulo 9 – Contágio da bolha destaca as quatro ondas de bolhas de crédito desde o início da década de 1970, e as relações entre as ondas sucessivas. Parece improvável que elas tenham sido independentes e sem relação entre si. A primeira delas envolveu um surto de empréstimos bancários para governos e empresas governamentais nos maiores países em desenvolvimento na década de 1970, e a segunda foi em Tóquio, na segunda metade da década de 1980. Haveria uma conexão entre a crise da dívida dos países em desenvolvimento e a bolha no Japão? A terceira foi na Tailândia, Malásia, Indonésia, Rússia e em outros países em desenvolvimento em meados dos anos 1990, enquanto a quarta onda ocorreu nos mercados imobiliários dos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Islândia e Espanha, dez anos depois. A crise da dívida dos governos da Grécia e de outros países mediterrâneos pode ser uma consequência da quarta onda. Bolhas de ativos não poderiam ocorrer sem o rápido crescimento do crédito, seja em grupos agregados ou particulares de devedores. O foco desse capítulo é a relação sistemática entre essas ondas, ou pelo menos entre a primeira e a segunda, e a segunda e a terceira. A bolha de crédito que foi centrada no México e em outros países em desenvolvimento foi *sui generis*. Quando a bolha nos empréstimos bancários para os países em desenvolvimento implodiu em 1982, as moedas desses países sofreram forte desvalorização – mas o Banco do Japão resistiu à pressão pela valorização do *yen* na segunda metade dos anos 1980, o que levou a um rápido aumento do suprimento de moeda no país. Quando a bolha no Japão implodiu no início da década de 1990, o *yen* se valorizou e as empresas japonesas aumentaram rapidamente seus investimentos em

instalações produtivas no sudeste asiático. As moedas desses países se valorizaram, e os preços das propriedades aumentaram. Quando a bolha nos preços das ações e imóveis em Bangkok e nas outras capitais asiáticas implodiu em 1997 e 1998, houve um surto no fluxo monetário para Nova York, assim que os devedores asiáticos pagaram seus empréstimos estrangeiros, e as moedas asiáticas se desvalorizaram acentuadamente.

PRISÃO E PENALIDADES FINANCEIRAS

A Enron foi o "filho tardio" do *boom* dos anos 1990. A companhia havia-se transformado na proprietária de linhas de gás natural regulamentadas em uma empresa financeira que comercializava gás natural, petróleo, eletricidade e banda larga, além de possuir sistemas de água e de geração de energia elétrica. Os executivos principais da Enron sentiram a necessidade de mostrar crescimento contínuo dos lucros para manter os preços das ações altos, e, no final dos anos 1990, eles começaram a usar veículos de financiamento fora do balanço patrimonial para obter capital e expandir a empresa. Eles também colocaram preços excepcionalmente altos em algumas de suas posições de negociação a longo prazo, para que pudessem reportar que seus lucros estavam aumentando. O colapso da Enron levou à falência da Arthur Andersen, que antes havia sido a mais considerada das empresas contábeis do mundo.

A MCIWorldCom foi uma das empresas de telecomunicações de crescimento mais rápido. Novamente, a necessidade de mostrar aumentos contínuos nos lucros levou os gerentes a alegar que vários bilhões de dólares de gastos deveriam ser considerados investimentos. Jack Grubman foi um dos especialistas na Salomon Smith Barney (uma unidade do Citibank Group). Ele promovia continuamente as ações da MCIWorldCom. Henry Blodgett era um analista da Merrill Lynch, que estava escrevendo e-mails privados criticando os prospectos econômicos de algumas das empresas que ele promovia para investidores. A Merrill Lynch pagou US$ 100 milhões para tirar a história das primeiras páginas. Dez bancos de investimentos pagaram US$ 10,4 bilhões para evitar julgamentos. O presidente e o diretor executivo da Bolsa de Valores de Nova York abdicaram logo depois que se tornou conhecido o fato de que eles tinham um pacote de compensação de mais de US$ 150 milhões. A Bolsa funcionava tanto como uma barraca para a venda de ações quanto como reguladora, e os gerentes de algumas empresas que estavam sendo reguladas atuavam como diretores da bolsa e participaram na definição do pacote de compensação. Então, revelou-se que diversos grandes fundos mútuos dos Estados Unidos permitiram que empresas trabalhassem com informações desatualizadas.

O número de indivíduos que foram para a prisão depois desses eventos já era muito maior do que em qualquer crise anterior, e muitos ainda estavam aguardando julgamento. Seis gerentes seniores da Enron, um sócio da Arthur Andersen que trabalhava com a conta da Enron e dois dos diretores financeiros seniores da MCIWorldCom foram presos. Como sinal do alcance da crise, a celebridade da televisão e do mundo da moda (e ex-corretora de ações), Martha Stewart, foi acusada por um negócio compartilhado e declarada culpada de obstrução da justiça, ficando presa por cinco meses.

A administração de crises domésticas é revisada no Capítulo 10 – Respostas políticas e no Capítulo 11 – O emprestador doméstico de última instância. O Capítulo 10 considera a gama de respostas domésticas a uma crise. Em um extremo, o governo pode decidir não fazer nada, e no outro, existe uma gama de medidas variadas. Aqueles que acreditam que o mercado é racional muitas vezes preferem não tomar ação alguma. É saudável para a economia passar pelo fogo purificador da deflação e falência para eliminar os erros e excessos do *boom.* Entre os diversos dispositivos estão feriados, feriados bancários, garantias de responsabilidade e de depósito, emissão de títulos governamentais e formação de instituições especiais como a Reconstruction Finance Corporation (Corporação Financeira da Reconstrução) em 1932, nos Estados Unidos, e o Instituto per la Ricostruzione Industriale (Instituto para a Reconstrução Industrial) em 1933, na Itália. A literatura italiana chama o processo de *salvage* dos bancos e companhias. Os britânicos de 1974-75 referiam-se a salvar os bancos como *life-boat operation* ("operação barco salva-vidas").

As questões relacionadas ao emprestador doméstico de última instância são o foco do

Capítulo 11 – principalmente no que se refere à necessidade de se ter emprestador, quem ele deve ser e como deve operar. Um tópico-chave é o "risco moral", ou seja, se os investidores tiverem certeza de que serão "salvos" por um emprestador de última instância, sua prudência pode ser enfraquecida. Mas, por outro lado, a prioridade pode ser acabar com o pânico, "salvar o sistema hoje" apesar dos efeitos adversos sobre os incentivos dos investidores. Entretanto, se existir um emprestador de última instância, quem ele deve salvar? *Insiders*? *Insiders* e *outsiders*? E somente aqueles que podem pagar suas dívidas, ainda que lhes falte liquidez? A distinção entre empresas solventes e insolventes depende do escopo e duração do pânico. Essas são questões políticas, levantadas particularmente quando se torna necessário legislar para aumentar o capital da Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)[20] ou da Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC),[21] quando uma delas fica sem fundos para salvar bancos falidos. O problema foi particularmente sério na década de 1990 no Japão, onde o colapso da bolha da bolsa Nikkei em 1990 revelou inúmeros empréstimos imobiliários realmente ruins feitos por bancos, uniões de crédito e outras instituições financeiras, confrontando o governo com a dor de cabeça de decidir que carga colocar sobre os contribuintes. Se os contribuintes não levassem o golpe, então os proprietários de títulos e ações sofreriam perdas muito grandes, pois os preços desses títulos cairiam ainda mais. Particularmente perturbador, nesse contexto, foi o estado catatônico do governo do Japão nos anos 1990 – lento ao decidir como enfrentar a crise e ainda mais lento para agir.

Um emprestador internacional de última instância tem o papel de proporcionar estabilidade monetária – e esse é o foco do Capítulo 12. O problema é que não existe governo ou agência governamental com responsabilidade legal de fornecer esse serviço público. O suporte do governo dos Estados Unidos ao México, primeiro em 1982 e depois em 1994, foi justificado com o argumento de que os países do Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA) deveriam ajudar-se e que a assistência ao México amorteceria ou neutralizaria o efeito de contágio, impedindo que um colapso se espalhasse para o Brasil, Argentina e outros países em desenvolvimento. A forte desvalorização do *bhat* tailandês no começo do inverno de 1997 disparou crises nos países asiáticos próximos, incluindo Indonésia, Malásia e Coreia do Sul, além de Singapura, Hong Kong e Taiwan.

O foco do Capítulo 13 – O pânico da Lehman: uma quebra evitável (um novo capítulo da sexta edição) é a severidade da crise de crédito que começou em setembro de 2008 – depois que o governo dos Estados Unidos decidiu não fornecer a assistência financeira que teria permitido à Lehman Brothers continuar sendo viável. Em fevereiro, o Tesouro e o Banco Central dos Estados Unidos fizeram um acordo para que a JPMorgan Chase pudesse vender até US$ 29 bilhões de "títulos tóxicos" ao Banco Central dos Estados Unidos para comprar a Bear Stearns. Os acionistas da Bear Stearns receberam US$ 10 por ação – muitos dos acionistas eram funcionários da empresa, e esse preço foi visto como um bônus de retenção. Durante a primeira semana de setembro, Fannie Mae e Freddie Mac – bancos financiadores patrocinados pelo governo dos Estados Unidos que responderam por mais de 50% do risco de crédito em hipotecas residenciais – passaram a ser controlados pelo Tesouro dos Estados Unidos. As duas instituições estavam falidas, e os proprietários de suas ações ordinárias e preferenciais perderam virtualmente todo o seu dinheiro. Parecia que o governo dos Estados

Unidos tinha realmente adotado a política do "grande demais para falir". Essas instituições continuariam nos negócios, embora houvesse uma dramática mudança de proprietários. Ainda no início da crise, os mercados viam a decisão de "não salvar a Lehman Brothers" como uma grande mudança na política a ser seguida, mas um dia depois que a Lehman fechou as portas, houve uma corrida de saques contra a AIG, a maior seguradora do mundo na época, e a política do "grande demais para falir" foi ressuscitada. Mesmo assim, os investidores ainda entraram em pânico, como ficou claro pelo grande aumento nos *spreads* de ativos mais arriscados.

O último capítulo (Capítulo 14 – As lições da história) busca responder duas questões. A primeira é por que houve tantas perturbações econômicas na economia financeira internacional nos últimos trinta anos, e a segunda é se um emprestador internacional de última instância faria diferença nesses casos. O Fundo Monetário Internacional foi fundado em 1940 para atuar como emprestador de última instância e preencher um vácuo institucional. Pensava-se que as crises financeiras nos anos 1920 e 1930 teriam sido menos severas se houvesse um emprestador internacional de última instância. O grande número de crises nos últimos trinta anos questiona se a presença do FMI como fornecedor de moedas nacionais para países com crises financeiras encorajou políticas financeiras nacionais perdulárias. Os arranjos financeiros precisam de um emprestador de última instância para impedir a escalada dos pânicos associados a quedas nos preços dos ativos. Mas um compromisso com a visão de que um emprestador é necessário deve ser diferenciada da visão de que emprestadores individuais serão "salvos" caso se excedam. Por exemplo, a incerteza sobre se a cidade de Nova York seria ajudada – e por quem – pode ter sido a política apropriada a longo prazo, contanto que a ajuda fosse finalmente fornecida e houvesse dúvida até o final sobre se ela ocorreria. É um truque interessante: sempre venha para o resgate, para impedir deflação desnecessária, mas sempre deixe em dúvida se ele chegará a tempo ou mesmo se virá, de modo a instilar cuidado em outros especuladores, bancos, cidades ou países. A implosão econômica disparada pela falência da Lehman Brothers poderia ter sido evitada se ela tivesse sido comprada por outra empresa privada, como a Bear Stearns, ou se o governo a tivesse assumido. Em *Cândido*, de Voltaire, a cabeça de um general foi cortada para "encorajar os outros". Um pouco de prestidigitação pode ser necessária para "encorajar" os outros (sem, é claro, cortar cabeças de verdade) a participar de atividades de emprestador de última instância, porque a alternativa provavelmente terá consequências sérias para o sistema econômico.

A quarta onda de bolhas de preços de ativos desde o início da década de 1970 será mesmo a última? Ou é provável que a crise após o colapso dos preços dos imóveis e as medidas adotadas para amortecer as dificuldades associadas com a falência de tantos bancos em vários países tenham estabelecido a fundação para uma quinta onda? Um epílogo sumariza algumas das propostas para a reforma do sistema financeiro dos Estados Unidos e questiona se a bolha e a crise de 2002-2008 seriam significativamente diferentes se a legislação adotada em 2010 tivesse sido adotada em 2000.

A anatomia de uma crise típica

2.1 História versus Economia

Os historiadores veem cada evento como único. Em contraste, os economistas buscam por padrões nos dados e relações sistemáticas entre um evento e seus predecessores. A História é particular. A Economia é geral. O ciclo de negócios é uma característica padrão das economias de mercado. Aumentos nos gastos com investimentos levam a crescimentos na renda familiar e do PIB. A macroeconomia concentra-se nas explicações das variações cíclicas no crescimento do PIB em relação à sua tendência de longo prazo.

O modelo econômico de uma crise financeira genérica é apresentado neste capítulo, e as diversas fases das manias especulativas que levam às crises são ilustradas nos capítulos a seguir. Ele aborda o *boom* e o subsequente declínio, concentrando-se na natureza episódica da mania e eventos subsequentes. O modelo difere daqueles que se concentram nas variações e periodicidade das expansões e contrações econômicas, incluindo os ciclos de 39 meses de estoques de Kitchin, de investimento em instalações e equipamentos de Juglar (cuja periodicidade é de sete ou oito anos) e de vinte anos de Kuznet, que destaca a ascensão e queda da construção residencial.[1] Nos primeiros dois terços do século XIX, as crises ocorreram regularmente a intervalos de dez anos (1816, 1826, 1837, 1847, 1857, 1866) e, depois disso, com menos regularidade (1873, 1907, 1921, 1929).

2.2 O modelo

Um modelo desenvolvido por Hyman Minsky ajuda a explicar as crises financeiras nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e em outras economias de mercado. Minsky destacou que as mudanças no fornecimento de crédito eram procíclicas: aumentavam quando a economia estava acelerada e diminuíam quando desacelerava. Durante as expansões, os investidores tornaram-se mais otimistas e ajustavam para cima suas estimativas de lucratividade referentes

a uma vasta gama de investimentos, tornando-se mais ansiosos para fazer empréstimos. Ao mesmo tempo, tanto as avaliações dos financiadores dos riscos de investimentos individuais como sua aversão ao risco diminuíam, e eles ficavam mais dispostos a conceder empréstimos, incluindo alguns para investimentos que antes pareciam muito arriscados.

Quando a economia se desacelerava, os investidores ficavam menos otimistas e mais cuidadosos. Os credores também se tornavam mais cautelosos quando suas perdas de créditos aumentavam, especialmente se repercutiam declínios no seu capital.

Minsky acreditava que o crescimento no fornecimento de crédito em bons momentos econômicos e o subsequente declínio no fornecimento fragilizavam os arranjos econômicos e aumentavam a probabilidade de uma crise. Seu modelo está de acordo com a tradição dos economistas clássicos, incluindo John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell e Irving Fisher, que se concentravam na variabilidade do fornecimento do crédito. Minsky seguia Fisher e dava grande importância ao comportamento de devedores altamente endividados, particularmente aqueles que ampliavam suas dívidas para comprar imóveis, ações ou *commodities*, buscando ganhos de capital a curto prazo. O motivo para isso eram os lucros obtidos com os aumentos nos preços desses ativos que, segundo esses devedores, excederiam muito o pagamento dos juros sobre o dinheiro emprestado. Quando a economia desacelerava, muitos desses devedores se tornavam vendedores desesperados, porque os preços desses ativos caíam.

Minsky sugeriu que os eventos que levam a uma crise começam com um “deslocamento” ou inovação, algum choque exógeno ao sistema macroeconômico.[2]

Se o choque fosse suficientemente grande e pervasivo, o ambiente econômico e as oportunidades de lucro previstas aumentariam em pelo menos um setor importante da economia. Empresas e indivíduos fariam empréstimos para tirar vantagem da elevação dos lucros previstos nesse setor; o crescimento econômico se aceleraria, e isso, por sua vez, criaria um otimismo ainda maior. É o “Lula é o cara”, “O Japão é o número um” ou o “Milagre asiático” ou “A nova economia norte-americana” ou o “O tigre gêiser” – um otimismo muito mais profundo em relação à economia. A letra muda a cada país, mas a melodia é a mesma.

O choque varia de um *boom* especulativo para outro: nos Estados Unidos, na década de 1920, foi a rápida expansão da produção de automóveis e o desenvolvimento das rodovias em conjunto com a ampliação da rede elétrica para boa parte do país e o grande aumento do número de telefones nas residências. Os choques no Japão na década de 1980 foram rápidos crescimentos nos suprimentos de dinheiro e crédito e a liberalização financeira que permitiu aos bancos aumentar rapidamente seus empréstimos imobiliários. O choque nos países nórdicos nos anos 1980 foi a liberalização financeira, que autorizou bancos domésticos a tomar empréstimos no mercado externo. Um dos choques que precedeu a crise financeira asiática foi a descoberta de “ações em mercados emergentes como nova classe de ativos”, o que levou a grandes aumentos nas compras desses valores por fundos mútuos e de pensão localizados nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e outros países industriais. O choque nos Estados Unidos na década de 1990 foi a revolução na tecnologia da informação e os grandes declínios nos custos das comunicações. O no mercado imobiliário dos Estados Unidos em

2002 resultou da securitização de reunir hipotecas com características similares em pacotes que proporcionaram uma base para a emissão de títulos colateralizados de hipoteca (Colletarizated Mortgage Obligations – CMO) e de dívida (Colletarizated Debt Obligations – CDO). A quantidade de dinheiro disponível para a compra de imóveis aumentou rapidamente. Já o na Islândia, depois de 2000, remete à privatização dos bancos. Às vezes, o choque vem do começo ou fim de uma guerra, de uma colheita superabundante ou fracassada ou da ampla adoção de uma invenção com efeitos amplos – canais, ferrovias, ou de mudanças imprevistas na política monetária, como a que ocorreu na primavera de 1979.

Se o choque for suficientemente grande e amplo, as oportunidades de lucro previstas aumentam em pelo menos um setor importante da economia: a participação dos lucros no PIB. No começo dos anos 1980, os lucros das corporações dos Estados Unidos representaram 3% do PIB. Dez anos depois, esse índice subiu para 10%. A valorização significativa das ações associada ao *boom* das "ponto com" no final dos anos 1990 resultou em parte do crescimento muito mais rápido dos lucros corporativos do que do PIB.

O *boom* no modelo Minsky é alimentado pela expansão do crédito. Nos séculos XVII e XVIII, antes dos bancos, o crédito pessoal ou financiamento para vendedores alimentava os *booms* especulativos; quando os bancos foram criados, expandiram o fornecimento de crédito. Nas primeiras décadas do século XIX, eles aumentaram a concessão de crédito ao emitir mais cédulas, e, subsequentemente, essa concessão foi somada aos balanços de depósito dos emprestadores. Além disso, novos bancos foram formados, e seus esforços para aumentar sua participação no mercado levaram a um rápido crescimento do crédito, uma vez que as instituições já estabelecidas geralmente relutavam em aceitar um declínio na sua participação no mercado. Nos anos 1970, os bancos europeus começaram a atuar no território dos bancos dos Estados Unidos, ao fazer empréstimos para os governos da América Latina.

Uma questão central de política econômica trata do controle de crédito dos bancos e de outros fornecedores de crédito. Muitas vezes as autoridades de um país aplicaram controles estritos que limitavam a capacidade deles em realizar certos tipos de empréstimos. Os bancos, então, estabeleciam subsidiárias para viabilizar esses empréstimos, ou as companhias que os controlavam realizavam esses empréstimos elas mesmas. Mesmo se os créditos das instituições financeiras fossem controlados, aumentos no fornecimento por fontes não bancárias poderiam levar a um *boom.*

Considere um aumento na demanda por bens e serviços. O crescimento na demanda pressionará a capacidade produtiva, os preços subirão e a ampliação rápida dos lucros atrairá mais investimentos e mais empresas. Desenvolve-se então um *feedback* positivo conforme o aumento nos investimentos, o que leva a expansões na taxa de crescimento que, por sua vez, induzem a investimentos adicionais.

Minsky notou que uma "euforia" poderia desenvolver-se nesse estágio. Os investidores compram bens e valores para lucrar com os ganhos de capital associados aos aumentos antecipados nos preços. As autoridades reconhecem que algo excepcional está ocorrendo: embora estejam cientes das manias anteriores, "dessa vez será diferente" – eles têm boas e extensas explicações para essa diferença. O presidente do Banco Central dos Estados Unidos, Alan Greenspan, descobriu um surto na produtividade do país em 1997, cerca de um ano

depois que se preocupou pela primeira vez com os preços muito altos das ações norte-americanas. O aumento na produtividade significava que os lucros se elevariam mais rapidamente, e o maior preço das ações em relação às receitas corporativas poderia não parecer absurdo.

TAXONOMIA FINANCEIRA EM TRÊS PARTES, POR HYMAN MINSKY

Minsky diferenciou finanças de *hedge* (ou proteção), especulativas e Ponzi com base na relação entre a receita operacional de diversas empresas e seus pagamentos de serviço de dívida. Uma empresa estará no grupo das finanças de *hedge* se sua receita operacional prevista for mais do que suficiente para pagar os juros e redução previstos das suas dívidas. Fará parte do grupo das finanças especulativas se sua receita operacional prevista for suficiente para pagar os juros das suas dívidas. Entretanto, ela deve usar dinheiro de novos empréstimos para pagar todo o valor (ou parte dele) devido em empréstimos. Uma empresa se encaixará no grupo Ponzi se sua receita operacional prevista for menor do que aquela necessária para pagar todos os juros das suas dívidas nas datas previstas; nesse caso, ela deve aumentar sua dívida ou vender alguns ativos para obter dinheiro para esses pagamentos.

Minsky formula a hipótese de que quando a economia desacelera, algumas das empresas envolvidas em finanças de *hedge* são transferidas para o grupo das finanças especulativas, e várias transferidas para o grupo das finanças Ponzi.

Minsky usa o termo como um lembrete sobre Carlo Ponzi, que operava uma pequena empresa recebedora de depósitos em um subúrbio de Boston no início da década de 1920. Ele prometia a seus clientes pagar juros de 30% ao mês, e suas operações financeiras foram bem por três meses. Entretanto, no quarto mês, o fluxo de entrada de dinheiro de novos fregueses foi menor do que os pagamentos de juros prometidos para os mais antigos, e logo Ponzi estava a caminho da prisão.

"Finanças Ponzi" é hoje um termo genérico para um padrão financeiro não sustentável. Os tomadores de empréstimos somente podem cumprir seus compromissos para pagar altas taxas de juros em seus empréstimos já existentes se puderem obter dinheiro de novos empréstimos. Como, em muitos arranjos, as taxas de juros são muito altas, muitas vezes de 30 a 40% ao ano, a continuidade do arranjo requer um fluxo contínuo de entrada de dinheiro novo, quase sempre a uma taxa acelerada. Inicialmente, muitos clientes já existentes ficam muito satisfeitos com o alto retorno e deixam seu dinheiro lá, permitindo que a taxa de juros sobre os ganhos se torne composta. O clichê é que eles estão "ganhando juros sobre juros".

Como resultado, o fluxo de entrada de dinheiro novo pode estar abaixo da taxa de juros prometida por alguns meses. O arranjo pode operar somente enquanto as retiradas forem menores que a entrada de dinheiro novo.

A continuidade do processo leva ao que Adam Smith e seus contemporâneos chamaram de "negociação em excesso". Esse termo não é preciso e inclui a especulação sobre o aumento nos preços dos ativos ou mercadorias, uma estimativa excessiva dos retornos previstos e a "alavancagem excessiva".[3] A especulação envolve a compra de ativos para revenda a preços mais altos em vez de considerar a receita obtida com investimentos, e a euforia leva a uma elevação no otimismo sobre o crescimento econômico e o aumento nos lucros corporativos. No final dos anos 1990, os analistas de ações de Wall Street previram que os lucros corporativos nos Estados Unidos aumentariam em 15% ao ano por cinco anos (se essas previsões estivessem corretas, a razão entre os lucros corporativos e o PIB corresponderia a 40%, maior valor da história no final do quinto ano). As perdas em empréstimos sofridas pelos emprestadores declinam porque os preços dos ativos estão aumentando: assim, ficam mais otimistas, reduzem as provisões e os requerimentos mínimos de margem. Embora os empréstimos bancários estejam expandindo, a alavancagem – a razão entre o débito e o capital ou patrimônio líquido – de muitos tomadores de empréstimos pode declinar devido ao rápido crescimento no preço dos imóveis ou títulos, que leva a aumentos no seu valor total.

Desenvolve-se um processo "siga-o-chefe" conforme as empresas e famílias percebem que os especuladores estão ganhando muito dinheiro. "Não há nada tão perturbador para o bem-estar e bom senso de alguém quanto ver um amigo ficar rico"[4] – a menos que seja ver alguém que não é seu amigo ficar rico. De modo similar, os bancos podem aumentar seus empréstimos porque estão relutantes em perder participação no mercado para outros fornecedores de crédito. Mais e mais empresas e famílias começam então a participar na luta pelos altos lucros; ganhar dinheiro parece nunca ter sido tão fácil. A especulação por ganhos de capital conduz o comportamento normal e racional ao que pode ser descrito como "mania" ou "bolha".

A palavra "mania" enfatiza a irracionalidade. "Bolha" indica que alguns valores irão inevitavelmente cair – e provavelmente de forma rápida. O termo representa qualquer aumento significativo no preço de um ativo, bem mobiliário ou mercadoria que não pode ser explicado pelos "fundamentos". Pequenas variações de preço ao redor dos valores baseados nos fundamentos são "ruído". Neste livro, bolha é um crescimento no endividamento a uma taxa de 20 ou 30% ao ano por um período estendido que não pode ser sustentado. Alguém com capacidade de "prever com perfeição" poderia ter percebido que a elevação de preço não era sustentável – e uma implosão, inevitável.

No século XX, a maioria das manias e bolhas centralizou-se em imóveis e ações. Houve uma mania imobiliária no sudeste da Flórida em meados da década de 1920, e uma bolha sem precedentes nas ações norte-americanas nos últimos três anos dessa mesma década. Os preços dos imóveis nos Estados Unidos também aumentaram significativamente no final dos anos 1920, embora não tão rapidamente quanto os das ações. No Japão dos anos 1980, as compras especulativas de imóveis induziram um *boom* no mercado de ações. De modo similar, as bolhas nos países asiáticos no início dos anos 1990 envolveram tanto imóveis como ações, e, em geral, o aumento nos preços dos imóveis valorizaram as ações.

A bolha nos Estados Unidos no final da década de 1990 concentrou-se nas ações, embora o aumento na renda familiar no Vale do Silício e em diversas regiões levou a surtos no preço dos imóveis. Os choques nos valores do petróleo nos anos 1970 originaram grandes crescimentos na atividade imobiliária no Texas, Oklahoma, Louisiana e outras áreas produtoras de petróleo. Da mesma forma, o rápido aumento nos preços dos cereais nos inflacionários anos 1970 levou a surtos no valor das terras em Iowa, Nebraska, Kansas e outros estados agrícolas do meio-oeste.

2.3 Propagação internacional

Minsky concentrou-se nas mudanças procíclicas no fornecimento de crédito em um único país. Historicamente, a euforia muitas vezes espalha-se de um país para outro por meio de diversos canais possíveis. A bolha no Japão na década de 1980 teve impactos significativos na Coreia do Sul e Taiwan, que eram parte da cadeia de suprimentos daquele país. Se o Japão estivesse bem economicamente, suas antigas colônias também estariam. Além do mais, o surto nos

preços dos ativos japoneses teve um impacto dramático no valor dos imóveis no Havaí, que é para Tóquio o que Miami é para Nova York. Os japoneses viajam para o Havaí para descansarem e divertirem-se sob um clima ensolarado, mas quando compraram casas de praia, campos de golfe e hotéis o estado experimentou um *boom* imobiliário.

A arbitragem é um conduíte – os investidores garantem que o aumento no preço de uma *commodity* em um mercado nacional leva a valorizações comparáveis da mesma *commodity* em outros mercados nacionais. Dessa forma, mudanças no preço do ouro em Zurique, Beirute e Hong Kong estão firmemente vinculadas à valorização em Londres. De modo similar, aumento nos preços de títulos em um mercado nacional leva a mudanças quase idênticas dos mesmos valores em outros países. Os preços dos títulos que são substitutos mais distantes de uns para os outros também são afetados – o clichê "a maré que sobe afeta todos os navios" se aplica.

Além disso, crescimentos no PIB de um grande país induzem a aumentos nas importações e, portanto, elevações nas exportações correspondentes em outros países e em seus PIBs. Fluxos de capital constituem um terceiro vínculo: a ampliação nas compras estrangeiras de títulos disponíveis em um país provoca aumentos no seu preço e no valor da moeda do país.

Além disso, existem conexões psicológicas, ou seja, a expansão na euforia ou pessimismo dos investidores em um país afeta investidores em outros países. Os declínios nos preços das ações em 19 de outubro de 1987 foram praticamente instantâneos em todos os centros financeiros nacionais (exceto Tóquio) – muito mais rápido do que poderia ser atribuído à arbitragem, mudanças na renda, fluxos de capital ou movimentação de dinheiro.

No modelo padrão, um aumento no fluxo do ouro e, portanto, no suprimento de dinheiro em um país seria acompanhado por um declínio correspondente no fornecimento de ouro em um país estrangeiro, e o crescimento no suprimento de dinheiro e no crédito no primeiro país seria compensado pela contração do crédito e dinheiro em outro. Entretanto, no mundo real, a elevação na expansão do crédito no primeiro país pode não ser seguido por uma contração do crédito em outro lugar: os investidores do segundo país podem responder à elevação dos preços e lucros no exterior exigindo mais crédito para que possam comprar os ativos e valores cujos preços preveem que irão aumentar. A contração potencial da redução da base monetária no segundo país pode ser sobrepujada pela demanda especulativa por crédito.

Conforme o *boom* continua, as taxas de juros, a velocidade dos pagamentos e o nível dos preços das *commodities* aumentam. As compras de títulos ou imóveis por *outsiders* significam que os *insiders* – os proprietários desses ativos – os vendem e obtém lucros – se os *outsiders* forem compradores, então *os insiders* devem ser vendedores. A todo o momento, as compras de imóveis ou ações pelos *outsiders* são necessariamente equilibradas por vendas pelos *insiders* – geralmente a preços altos. Em 1928, o valor de mercado das transações na Bolsa de Valores de Nova York subiu a uma taxa anual de 36%, e nos primeiros meses de 1929, 53%. De modo similar, em 1998, o valor de mercado das ações negociadas na NASDAQ aumentou em 41%, e nos quinze meses subsequentes os valores de mercado dobraram. Os investidores correm para pegar o trem mesmo quando ele já está acelerando. Enquanto os *outsiders* estão mais ansiosos para comprar do que os *insiders* estão para vender, os preços dos ativos ou títulos ampliam.

Quando os compradores se tornam menos ansiosos e os vendedores mais, ocorre um período desconfortável de "problemas financeiros". O termo, próprio das finanças corporativas, define uma empresa incapaz de cumprir seus compromissos. Em uma situação correspondente, para a economia como um todo, muitas empresas e investidores individuais deveriam tomar consciência de que é hora de se tornarem mais líquidos – aumentar o dinheiro em caixa. Eles então vendem imóveis e ações – seus preços podem cair rapidamente. Alguns investidores com muita alavancagem podem ir à falência, porque o declínio nos preços é tão grande que o valor de mercado desses ativos recua abaixo do seu endividamento – eles se veem com "hipotecas de cabeça para baixo". Alguns investidores continuam com os ativos porque acreditam que a queda no preço é temporária, um soluço.

Os preços dos títulos podem aumentar novamente, pelo menos por algum tempo. Houve quatro "corridas de tendência baixista" em Tóquio nos anos 1990. Cada uma envolveu elevações de mais de 20% nos preços das ações, apesar da tendência de queda. Porém, alguns investidores acreditavam que os valores das ações haviam caído demais e queriam estar entre os primeiros a comprá-las enquanto elas ainda estavam "baratas".

Conforme o declínio nos preços continua, mais e mais investidores percebem que é improvável que os preços aumentem, e que deveriam vender antes que eles caiam mais. Em alguns casos, essa percepção ocorre gradualmente e, em outros, subitamente. A corrida para a liquidez pode-se tornar um estouro da boiada.

O sinal específico que precipita a crise pode ser a falência de um banco ou firma, a descoberta de um golpe ou desfalque por um investidor que tentava escapar de problemas por meios desonestos, ou uma queda brusca no valor de um título ou *commodity*. Enfim, a corrida começa – os preços caem e as falências aumentam. A liquidação às vezes é ordenada, mas pode transformar-se em pânico quando os investidores percebem que somente alguns poucos podem vender enquanto os preços continuam pouco abaixo dos seus valores de pico. O termo "revulsão" foi usado no século XIX para descrever esse comportamento. Os bancos tornam-se muito mais cuidadosos ao realizar novos empréstimos com base nas garantias das *commodities*, títulos e imóveis, pois seus valores são mais incertos. No início do século XIX, essa condição era conhecida como "descrédito".

"Negócios em excesso", "revulsão" e "descrédito" têm um tom mofado, antiquado. São termos que pintam a imagem do declínio no otimismo dos investidores. Revulsão e descrédito podem levar ao pânico (ou, como os alemães dizem, *Torschlusspanik*, "pânico de fechar a porta") à medida que os investidores correm para chegar à porta antes que ela se feche. O pânico alimenta a si próprio até que os preços estejam tão baixos que os investidores sejam tentados a comprar ativos menos líquidos, ou até que o negócio com esses ativos seja interrompido porque foram estabelecidos limites sobre os declínios diários máximos dos preços ou as negociações já foram fechadas, ou porque um emprestador de última instância teve sucesso em convencer os investidores de que haverá dinheiro disponível para atender a demanda por moeda. A confiança pode ser restaurada mesmo sem um grande aumento no volume de dinheiro uma vez que os investidores concluam que o crédito agora está mais facilmente disponível.

A obrigação de que um emprestador de última instância deveria proporcionar liquidez

para evitar um pânico e o declínio nos preços dos imóveis e ações é uma questão debatida por mais de duzentos anos. Aqueles que se opõem à provisão de liquidez por um emprestador de última instância argumentam que o conhecimento de que tais créditos estarão disponíveis encoraja a especulação. Já aqueles que querem um emprestador de última instância se preocupam mais em lidar com a crise atual e reduzir a probabilidade de que uma crise de liquidez evolua para uma de solvência, disparando uma recessão séria – como a que começou em 2008. No nível internacional, não existe um governo ou banqueiro equipado adequadamente para atuar como emprestador de última instância – o FMI, como visto, não atendeu às expectativas dos seus fundadores como tal.

2.4 A validade do modelo

Foram feitos três tipos de crítica ao modelo de Minsky. De acordo com a primeira delas, cada crise é única, e por isso um modelo geral é obsoleto. A segunda crítica sustenta que esse tipo de modelo não é mais relevante devido a mudanças no ambiente econômico. Já a terceira diz que bolhas nos preços dos ativos são muito improváveis porque "toda a informação está no preço" – o mantra da visão de mercado eficiente sobre as finanças.

Cada crítica merece uma resposta. A primeira diz que cada crise é produto de um conjunto único de circunstâncias, ou que existem diferenças tão grandes entre crises econômicas que elas devem ser organizadas em diversas espécies, cada uma com suas características particulares. As crises financeiras foram frequentes nos primeiros dois terços do século XIX e no último terço do século XX. Por esse ponto de vista, cada crise única é produto de uma série específica de acidentes históricos – isso foi dito sobre 1848 e 1929[5] e pode ser inferido pelos registros históricos de crises separadas, citados ao longo deste livro. Cada uma tem também suas características individuais únicas – a natureza do choque, o objeto da especulação, a forma da expansão do crédito, a engenhosidade dos golpistas e a natureza do incidente que causa a revulsão. Mas se pudermos pegar emprestada uma frase de origem francesa, quanto mais algo muda, mais permanece igual. Os detalhes proliferam. A estrutura permanece. A maioria dessas crises se seguiu à implosão de uma bolha de crédito.

Mais intrigante é a sugestão de que as classes de "crise" deveriam ser divididas em subespécies comerciais, industriais, monetárias, bancárias, fiscais e financeiras (no sentido dos mercados financeiros) ou em grupos locais, regionais, nacionais e internacionais. As taxonomias nessas linhas são abundantes. Esse ponto de vista não é aceito porque a preocupação principal é com crises financeiras internacionais que envolvem diversos elementos críticos – especulação, o aumento do crédito, aumentos nos preços dos títulos ou imóveis ou *commodities* seguidos por uma queda brusca quando os investidores correm para vender. O que deve ser verificado é se o modelo de Minsky proporciona *insights* sobre as características gerais das crises.

A segunda crítica sustenta que o modelo de Minsky da instabilidade do fornecimento de crédito não é mais relevante devido a mudanças estruturais nas características institucionais

da economia, incluindo o surgimento de grandes corporações, sindicatos e governos, assim como bancos modernos e comunicações mais velozes. Os fiascos financeiros no México, no Brasil, na Argentina e em mais de dez países em desenvolvimento no início dos anos 1980 são consistentes com o modelo de Minsky. As dívidas externas desses países aumentaram muito mais rapidamente do que as taxas de juros sobre seus empréstimos. A bolha nos preços dos imóveis e das ações no Japão na segunda metade da década de 1980 e a subsequente implosão dos preços dos ativos é consistente com o modelo de Minsky, uma vez que os aumentos anuais nos preços das ações e dos imóveis foram três ou quatro vezes maiores do que as taxas de juros sobre o dinheiro emprestado para a compra desses ativos. Os *booms* e as subsequentes quebras na segunda metade da década de 1990 na Tailândia, Hong Kong e Indonésia e depois na Rússia têm o mesmo padrão de fluxos de caixa.

A terceira crítica afirma que as bolhas são impossíveis porque os preços de mercado sempre refletem os fundamentos da economia e os declínios bruscos nos valores dos ativos geralmente refletem "mudanças de política" por governos ou bancos centrais. Aqueles que assumem essa posição sugerem que a alegada bolha parece ser resultado do comportamento de manada, *feedback* positivo ou do efeito *bandwagon* – otários crédulos seguindo *insiders* espertos. Essas críticas sugerem que o modelo é "mal especificado", ou seja, que estava acontecendo algo que não foi levado em conta pela teoria, e que são necessárias mais pesquisas.[6] Algumas ignoradas por aqueles que sustentam essa crença são mostradas neste livro.

Um ataque mais razoável ao modelo de Minsky foi feito por Alvin Hansen, que alegou que o modelo era relevante antes do século XIX, mas deixou de ser devido a mudanças no ambiente institucional.

> Teorias baseadas na incerteza do mercado, na especulação em *commodities*, nas "negociações em excesso", nos excessos do crédito bancário, na psicologia dos negociantes e mercadores realmente se encaixavam razoavelmente bem na fase "mercantil" ou comercial inicial do capitalismo moderno. Mas conforme o século XIX prosseguiu, os capitães da indústria (...) se tornaram os principais meios de saída para fundos em procura de retorno lucrativo por meio de poupança e investimentos.[7]

Hansen – que foi um propagador do modelo keynesiano do ciclo de negócios e especialmente um expositor da razão dos persistentes altos níveis de desemprego – desejava minimizar a significância das explicações alternativas dos declínios em toda atividade econômica que não fosse um alto nível de poupança. A ênfase de Hansen na importância da relação entre poupança e investimentos não requer a rejeição da visão de que mudanças na cadeia de suprimentos do crédito podem ter impactos importantes sobre os preços dos títulos e atividade econômica.

2.5 A relevância do modelo hoje

O modelo de Minsky pode ser aplicado prontamente ao mercado monetário e a períodos de

sobrevalorização e subvalorização do marco alemão, do franco suíço, do *yen* japonês, do euro e outras moedas nacionais associadas com *overshooting* e *undershooting*. As mudanças nos valores das moedas nacionais foram grandes em relação aos de equilíbrio a longo prazo, apesar das grandes intervenções dos bancos centrais para amortecer esses desvios. A especulação nas moedas resultou em lucros substanciais para os grandes bancos internacionais, embora alguns poucos bancos e firmas industriais sofressem grandes perdas.[8]

Considere o crescimento da dívida externa do México, Brasil, Argentina e outros países em desenvolvimento nos anos 1970. Empréstimos bancários para esses países aumentaram em 30% ao ano, e a dívida externa deles aumentou em 20% ao ano. Os empréstimos bancários geralmente tinham um período de maturação de oito anos, e as taxas de juros estavam flutuando e estabelecidas por uma marca específica sobre a London Interbank Offer Rate (LIBOR). As taxas de juros tiveram uma média de 8%, embora tenham tido tendência de elevação durante a década. Uma vez que o dinheiro recebido de novos empréstimos era substancialmente maior do que os pagamentos dos juros sobre seus empréstimos já existentes, eles não sofreram pressão ou problemas para realizarem seus pagamentos nos prazos devidos.

O fluxo de entrada de capitais estrangeiros levou a uma valorização real das moedas dos países que recebiam o dinheiro, o que era necessário para que o aumento nos seus déficits comerciais e de balança corrente igualasse a elevação nos fluxos da balança capital. Era inevitável e, portanto, previsível que, em alguma data futura, as recepções de dinheiro de novos empréstimos iriam cair abaixo dos pagamentos de juros sobre os empréstimos pendentes – e que, naquele momento, o valor das suas moedas iria cair. A contraparte do declínio nos fluxos de entrada de dinheiro era a necessidade de que esses países obtivessem saldos positivos na balança comercial para conseguir parte do dinheiro necessário para pagar os juros para seus credores estrangeiros. A maioria desses devedores efetivamente deixou de pagar seus empréstimos quando os financiadores pararam de realizar novos empréstimos. Isso custou aos emprestadores US$ 250 bilhões na forma da redução do valor nominal dos empréstimos, o que na prática significou uma redução das taxas de juros abaixo dos níveis de mercado. Os financiadores não se perguntaram aonde os devedores iriam conseguir dinheiro para pagar os juros se parassem de fornecer a eles capital na forma de novos empréstimos.

Durante os anos 1980, os preços dos imóveis e ações no Japão dispararam. O país experimentou um *boom* econômico. Os investidores imobiliários ganhavam 30% ao ano – e muito mais se ajustarmos pela alavancagem. As empresas reconheceram que os lucros sobre os investimentos em imóveis eram substancialmente maiores do que os da produção de aço, automóveis ou aparelhos de TV – e então compraram imóveis. Os preços dos imóveis estavam aumentando muito mais rapidamente do que os aluguéis. Em algum ponto, a receita total com aluguéis caiu abaixo dos juros sobre o dinheiro emprestado para comprar o imóvel, e os devedores ficaram com um "carry negativo". Eles podiam obter os fundos para realizar o pagamento dos juros ao aumentar seus empréstimos dando como colateral algumas das propriedades de que eles já eram proprietários. No início da década de 1990, o diretor do Banco do Japão instruiu os bancos a limitar o crescimento dos empréstimos imobiliários. Quando estes começaram a aumentar a uma taxa mais lenta, algumas empresas e investidores que precisavam de dinheiro de novos empréstimos para pagar os juros daqueles já existentes

não eram mais capazes de obter mais empréstimos. Eles venderam os imóveis, e a bolha implodiu.

A SAGA DA BOLHA "PERFEITA" DA ISLÂNDIA

A Islândia é o menor país do mundo – 300.000 habitantes – com moeda própria. Entre 2002 e 2007, os preços dos imóveis residenciais dobraram, o que não era excepcional –, enquanto os preços das ações aumentaram por um fator de nove vezes, o que era excepcional. Em 2002, o valor dos ativos de propriedade dos três bancos islandeses correspondeu a 150% do PIB do país, enquanto em 2007 o valor dos ativos bancários representou oito vezes o PIB. Os bancos da Islândia tiveram o mais rápido crescimento do mundo – e então a bolha estourou em setembro de 2008. A coroa islandesa perdeu metade do seu valor, os preços das ações caíram 90% e a economia entrou em recessão – severa pelos padrões islandeses, mas modesta para outros países.

Como a Islândia é muito pequena, os processos financeiros associados a uma bolha são mais prontamente visíveis do que em grandes países. A bolha perfeita começou em 1998, quando um governo liberal, orientado ao mercado, começou a privatizar os bancos, um processo que foi completado em 2002. Os compradores das ações foram os empreendedores proprietários das empresas que realizavam importações.

Em 2002, a coroa islandesa começou a se valorizar em resposta a um aumento na demanda estrangeira por títulos do país. Um fluxo motivado pelos retornos previstos mais altos sobre os valores com denominação em coroas islandesas. O fluxo de dinheiro para a Islândia foi parte de um fluxo global de dinheiro para os Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha, África do Sul e Austrália. A balança comercial islandesa foi de um pequeno superávit para um déficit de mais de 20% do seu PIB. O suprimento de ativos em coroas islandesas era limitado, em parte porque o governo teve déficits fiscais modestos e os diversos fundos de pensão haviam comprado muitos desses valores. O aumento da demanda estrangeira por títulos em coroas islandesas levou a preços mais altos.

Os bancos do país possuíam quantidades relativamente pequenas de ações – menos de 20% dos seus ativos –, e conforme o preço das ações aumentava, assim acontecia com os lucros dos bancos e o seu capital. Os bancos ampliaram seus empréstimos a um passo quase tão rápido quanto o aumento de seu capital. Alguns dos que fizeram empréstimos com os bancos usaram o dinheiro para comprar ações: seus preços subiram em 70% ao ano, e o capital bancário expandiu da mesma forma. Os bancos compraram mais ações islandesas, e possuíam uma participação cada vez maior. A dívida externa da Islândia estava aumentando em quase 30% ao ano. O fluxo de dinheiro para o país era três a quatro vezes maior que o pagamento dos juros que os islandeses estavam realizando para seus credores estrangeiros. De modo similar, a dívida doméstica das famílias e empresas estava aumentando rapidamente, e estas podiam obter prontamente a quantia para pagar os juros sobre os empréstimos já existentes com o dinheiro de novos empréstimos. Em algum ponto, os empreendedores proprietários dos bancos islandeses assumiram a iniciativa e começaram a tomar empréstimos dos bancos internacionais. A maior parte desse dinheiro foi emprestada para empreendedores islandeses, que o usaram para comprar empresas e bancos na Grã-Bretanha e em outros países do norte da Europa. As filiais dos bancos islandeses em Londres e no resto da Europa aumentaram rapidamente seus depósitos, e parte do capital que essas filiais receberam de depósitos foi usada pelos escritórios centrais para pagar os juros sobre suas dívidas.

Durante esse estágio, houve boatos nos círculos financeiros de que Reykjavik se tornaria um novo centro financeiro internacional, como a Suíça, Hong Kong ou Luxemburgo.

Os ganhos dos bancos islandeses vinham principalmente dos aumentos nos preços das ações islandesas de sua propriedade. O prospecto de que os ganhos continuariam a crescer suportava o nível cada vez maior dos preços das ações. A Islândia experimentou um *boom* no consumo em resposta ao aumento da renda familiar.

Quando a Lehman Brothers faliu em meados de setembro de 2008, os bancos islandeses não conseguiram fazer empréstimos nos mercados estrangeiros, e então não tiveram mais acesso ao dinheiro para pagar os juros de suas dívidas. Os preços das ações pararam de aumentar, e alguns dos devedores não eram mais capazes de obter o capital para pagar os juros de suas dívidas. As perdas dos bancos com empréstimos dispararam. Eles faliram, e foram assumidos pelo governo islandês.

A posição financeira internacional dos Estados Unidos depois de 2000 é similar em alguns aspectos à do México, Brasil e Argentina nos anos 1970. Esses países tinham insustentáveis déficits no balanço corrente e obtiveram o dinheiro para pagar os juros dos seus empréstimos com novos empréstimos. A implicação é que a posição dos pagamentos externos dos Estados

Unidos ficou insustentável.

Este livro é um estudo sobre história financeira, não sobre previsão econômica. Mas os investidores parecem não ter aprendido com a experiência.

BOLHA EM CONSTRUÇÃO NO BRASIL?

A evolução de algumas variáveis macrobrasileiras aponta para uma típica dinâmica de bolha em construção. A relação crédito/PIB aumentou de 25 para 54% entre 2003 e 2013. A taxa de câmbio apreciou-se desde a crise de 2008 com força, apesar de ter voltado recentemente para a casa dos R$2,00. O déficit em conta-corrente vem aumentando e deve passar dos 2,5% do PIB em 2013. Os preços dos imóveis também têm subido muito – mais de 100% desde 2010. A bolsa recuperou parte das perdas de 2008, aumentando quase 100% entre 2009 e 2010, mas voltou a se estabilizar na casa dos 58.000 pontos no final de 2012 e começo de 2013. Como saber até onde vai esse processo? Duas variáveis macro são fundamentais aqui: o nível de crédito sobre o PIB e o déficit em conta-corrente. No caso dos PIGS (Portugal, Itália, Grécia, Espanha) vimos que a bolha estourou quando o déficit em conta-corrente ultrapassou a casa dos 8% do PIB e a relação crédito/PIB já ia na casa dos 150%. Na Ásia da crise de 1997, os déficits em conta-corrente estavam na faixa dos 8-10%, também acompanhados de ampla expansão do crédito. Nessa dinâmica, o crédito aumenta muito, inflando preços de imóveis e ações.

Na Tailândia, Indonésia e Malásia dos anos 1990, foi exatamente o que se observou. Uma explosão imobiliária, a subida vertiginosa do mercado acionário, o forte crescimento do PIB e a expansão do crédito. O estouro veio em 1997. No caso de Espanha e Portugal, a história não foi muito diferente. Depois da entrada na zona do Euro, houve queda nas taxas de juros, o que alimentou o *boom* da construção, consumo, endividamento, aumentos de preços e grandes déficits em conta-corrente. O debacle veio em 2008 junto com a crise norte-americana. E já que falamos dos Estados Unidos não custa lembrar também o longo período de juros baixos da era Greenspan, que criou uma das maiores bolhas imobiliárias da história. O déficit em conta-corrente norte-americano foi para 7%, e a relação crédito/PIB passou dos 140%. Também foi assim no Japão, e o Brasil parece estar no meio de um processo desse tipo. O aumento de crédito por conta da queda real do juros para 3% ao ano já provocou uma forte subida no preço de imóveis. O consumo e as importações crescem com força, abrindo o déficit externo. Aumento de vendas, massa salarial e PIB continuarão a ser observados enquanto a onda de expansão do crédito durar. A pergunta-chave aqui é saber quando a bolha inflará totalmente, esgotando as possibilidades de ganho. Os indicadores macro de hoje apontam para bons ganhos ainda. O futuro dirá se havia ou não de fato uma bolha no Brasil.

Manias especulativas

3.1 Racionalidade dos mercados

A palavra "mania" sugere a perda de conexão com a realidade, ou até histeria em massa. A história econômica está repleta de manias por canais, por ferrovias, por empresas de capital aberto, por imóveis e pelo preço de ações – surtos no investimento em uma atividade em particular. A teoria econômica supõe que homens e mulheres são racionais – e, portanto, as manias não ocorrem. Existe uma desconexão entre as observações da frequência com a qual elas acontecem e a suposição de racionalidade. Este capítulo se concentra na demanda dos investidores por um tipo particular de ativo ou título, e o próximo capítulo concentra-se na questão do fornecimento de crédito.

Segundo a suposição de "expectativas racionais", os investidores reagem a mudanças nas variáveis econômicas como se estivessem sempre cientes das implicações de longo prazo de cada uma delas, seja porque se acham videntes ou têm uma visão como a do Super-Homem. Dessa forma, o clichê "todas as informações estão no preço" reflete o ponto de vista de que os preços em cada mercado mudam imediatamente e totalmente a cada informação, para que "não reste dinheiro sobre a mesa", ou seja, uma oportunidade de se ganhar dinheiro com os atuais preços.

A suposição das expectativas racionais e das adaptativas contrastam quando se verifica que os valores de certas variáveis no futuro são extensões dos recentes – a hipótese implícita nesse ponto de vista é de que existem "tendências" na alteração dos preços dos ativos. O lugar-comum "a tendência é sua amiga" diz que os preços continuarão a aumentar se já estiverem subindo. Contudo, do ponto de vista das expectativas racionais, há a confiança de que os preços previstos para a próxima semana ou mês determinam os valores que prevalecerão hoje – de fato, uma visão reversa, do futuro para o presente. Desse modo, o preço do ouro à vista no mercado atual é derivado dos preços antecipados do ouro dois ou três anos a partir da data analisada, revelados em um mercado futuro descontado para o presente por uma taxa de juros apropriada – geralmente aquela com títulos sem riscos do Tesouro dos Estados Unidos. O preço do dólar canadense em relação ao norte-americano é o valor antecipado do dólar norte-americano em um futuro distante, descontado para o presente

pela diferença entre as taxas de juros dos Estados Unidos e do Canadá. Se um governo reduz os impostos para estimular os gastos com consumo ou com investimento, o ponto de vista das expectativas racionais implica que investidores irão perceber imediatamente que um maior déficit fiscal atual implica maiores taxas de impostos no futuro, de modo que aumentarão as quantias poupadas em antecipação ao crescimento projetado dos seus impostos.

O que significa dizer que os investidores são racionais?[1] Uma suposição é que a maioria dos investidores se comporta racionalmente a maior parte do tempo. Outra diz que *todos* agem desta forma. E de acordo com uma terceira suposição, todos os participantes nos mercados têm a mesma inteligência, as mesmas informações, os mesmos objetivos e usam o mesmo modelo econômico. Uma quarta, ainda, indica que todos os investidores sempre se comportam racionalmente.

Cada uma dessas conjecturas tem diferentes implicações para o modo de comportamento dos investidores. Conseguir concordância sobre isso é mais fácil do que ter um consenso sobre a hipótese de que cada investidor se comporta racionalmente todo o tempo. Frequentemente, a discussão envolve duas posições opostas: uma diz que nenhum investidor é racional, enquanto a outra afirma que todos os investidores são sempre racionais. Harry G. Johnson ofereceu essa descrição da diferença entre um grupo mais velho de economistas e um mais jovem, interessado em uma reforma monetária internacional:

> A diferença pode ser encapsulada na proposição de que enquanto a geração mais velha de economistas está inclinada a dizer "o sistema de taxa flutuante não funciona como eu esperava; portanto, a teoria está errada, o mundo é irracional e só podemos alcançar a racionalidade retornando a algum sistema de taxas fixas a ser alcançado pela cooperação entre governos nacionais", o grupo mais jovem está inclinado a dizer "espera-se que o sistema de taxa flutuante opere racionalmente, como a maioria dos mercados; se ele parecer não funcionar racionalmente pelos meus padrões, minha compreensão sobre como ele deveria funcionar provavelmente está falha, e eu devo trabalhar mais na teoria do comportamento racional de maximização e suas consequências empíricas se quiser alcançar a compreensão". Essa segunda abordagem é a que está sendo disseminada e aplicada intelectualmente pela rede [mais jovem] de economistas.[2]

A racionalidade é uma suposição *a priori* sobre o modo como o mundo deveria funcionar, e não uma descrição de como ele realmente funciona. A conjectura "os investidores são racionais no longo prazo" é uma hipótese útil porque ilumina a compreensão sobre as alterações nos preços em diferentes mercados. Na terminologia de Karl Popper, é uma suposição "grávida". Portanto, é útil presumir que os investidores são racionais a longo prazo e analisar as questões econômicas com base nisso. Em uma interpretação da suposição de racionalidade, os preços em um determinado mercado atuais devem ser consistentes com os de um a dois meses e um a dois anos no futuro, ajustados pelos "custos de armazenamento". Caso contrário, haveria uma oportunidade de arbitragem lucrativa e relativamente sem risco.

Ragnar Nurkse sumarizou sua pesquisa sobre a alteração nos valores do franco francês e do marco alemão nos anos 1920 com a declaração de que a especulação no mercado monetário havia sido desestabilizadora, o que não pode ocorrer segundo Milton Friedman – ou pelo menos é improvável que persista – porque os investidores que compraram quando os preços estavam aumentando e venderam quando os preços recuaram "comprariam alto e venderiam baixo"; devido a essas perdas, ou iriam à falência ou mudariam a estratégia. O ponto de vista de Friedman é: uma vez que os especuladores desestabilizadores não

sobrevivem, a especulação desestabilizadora não pode ocorrer.[3] Como resposta, observa-se que de tempos em tempos alguns investidores seguem estratégias que podem levar a perdas.

Ocorreram muitos episódios históricos de especulação desestabilizadora, embora a linguagem seja ora imprecisa, ora hiperbólica. Considere algumas das frases na literatura: "manias", "especulação insana de terras", "paixão cega", "orgias financeiras", "frenesis", "especulação febril", "desejo epidêmico de enriquecer rapidamente", "pensamento esperançoso", "investidores intoxicados", "indivíduos que se fazem de cegos" (*turning a blind eye*), "pessoas sem ouvidos para ouvir e olhos para ver", "investidores vivendo em um paraíso de tolos", "credibilidade fácil", "confiança excessiva", "especulação em excesso", "negociação em excesso", "um apetite voraz", "uma loucura", "uma corrida louca pela expansão"...

Fernand Braudel usou os termos "loucura" e "paixão" quando discutiu a vida diária na Europa dos séculos XV a XVIII, principalmente no que dizia respeito ao consumo, mas também estendia a designação às especiarias, estilos de vestuário, busca pelo conhecimento e compras de terras.[4]

Os diretores da firma bancária londrina de Overend (Gurney), que faliu na Sexta- Feira Negra de maio de 1866, eram considerados "estúpidos sábios".[5] "Essas perdas", disse Bagehot, "ocorreram de modo tão irresponsável e tolo que se poderia pensar que uma criança emprestando dinheiro na cidade de Londres teria feito melhor".[6]

A descrição de Clapham sobre o que aconteceu à empresa Baring em 1890 é amenizada de modo tipicamente britânico: "Eles não consideraram estas empresas ou os investidores de modo frio ou sábio o suficiente, [mas] foram muito além dos limites da prudência".[7]

Considere o comentário de Adam Smith sobre a bolha dos Mares do Sul: "Eles tinham imensos dividendos de capital [distribuídos] entre um número imenso de proprietários. Era natural que se esperasse, portanto, que a insensatez, negligência e exuberância devessem prevalecer em toda a administração dos seus assuntos. A velhacaria e extravagância em suas operações de compras de ações em lotes são suficientemente conhecidas [assim como] a negligência, exuberância e malversação dos funcionários da companhia".[8] E, finalmente, uma descrição pelo normalmente contido Alfred Marshall:

> Os males da negociação irresponsável são sempre aptos a se espalhar além das pessoas imediatamente envolvidas (...) quando rumores se ligam ao crédito de um banco, causam um estouro selvagem de pessoas vendendo todos os títulos que possam ter; sua confiança foi ignorante, sua desconfiança será ignorante e feroz. Tal corrida muitas vezes levou à falência um banco que poderia lhes pagar gradualmente. *A falência de um deles* faz a desconfiança se espalhar entre outros e põe abaixo bancos realmente sólidos; como um incêndio se espalha de uma casa de madeira para outra até que mesmo os prédios à prova de fogo sucumbam a uma grande conflagração.[9]

3.2 Racionalidade do indivíduo, irracionalidade do mercado

As manias são ocasionalmente associadas à "irracionalidade" ou psicologia das massas. O relacionamento entre indivíduos racionais e um grupo irracional de indivíduos pode ser complexo. Diversas distinções podem ser feitas, e uma delas é a hipótese da psicologia das massas, um "pensamento de grupo" em que virtualmente todos os participantes no mercado mudam seu ponto de vista ao mesmo tempo e se movem como uma "manada". Há também diversos indivíduos que trocam seu ponto de vista sobre os desenvolvimentos prospectivos em momentos diferentes como parte de um processo contínuo. A maioria deles começa racionalmente e, então, vários perdem contato com a realidade – de início gradualmente e, depois, rapidamente. Uma terceira suposição possível é a diferença de racionalidade entre diferentes grupos de vendedores, investidores e especuladores; um número cada vez maior de indivíduos nesses grupos sucumbe à histeria quando os preços dos ativos aumentam. Em uma quarta hipótese, todos os participantes no mercado podem sucumbir à "falácia da composição", ou seja, a perspectiva de que de tempos em tempos o comportamento do grupo difere da soma do comportamento de cada um dos indivíduos. Segundo a quinta hipótese, há um fracasso em um mercado com expectativas racionais referente à *qualidade* de uma reação a um dado estímulo, a qual deveria estimar a *quantidade* apropriada – especialmente quando existem lacunas entre o estímulo e as reações. Finalmente, a irracionalidade pode existir porque os investidores e indivíduos usam o modelo incorreto, não consideram uma importante informação em particular ou suprimem informações que não estão de acordo com o modelo que adotaram implicitamente. A irracionalidade dos ingênuos e gananciosos em sucumbir a golpistas é discutida mais à frente.[10]

A psicologia das massas está bem estabelecida como um desvio ocasional do comportamento racional. Alguns modelos econômicos destacam o efeito do exibicionismo, que leva os Smiths a gastar mais do que ganham – pelo menos por algum tempo – enquanto procuram acompanhar os Jones. Outro é o efeito Duesenberry: tanto os Smiths quanto os Jones aumentam seus gastos com consumo quando suas receitas ampliam, e ambos relutam em reduzir seus gastos quando suas receitas declinam. A política tem seus "efeitos vagão" quando indivíduos apoiam os vencedores mais prováveis (ou os "ratos abandonam o navio que está afundando", afastando-se dos perdedores – mas se o navio estiver realmente afundando, os ratos racionais fogem). O historiador francês Gustave LeBon discutiu esse assunto em seu *The Crowd*.[11] Charles MacKay, na sua discussão sobre a bolha dos Mares do Sul,[12] mencionou que nessa época um banqueiro comprou £ 500 em ações na terceira lista de adesão em agosto de 1720, dizendo "quando o resto do mundo está louco, temos que o imita de algum modo".[13] Em 2008, Chuck Prince, então presidente do Citigroup, disse: "Você precisa continuar dançando enquanto a música estiver tocando."

Minsky destacou uma forma leve desse tipo de irracionalidade em sua discussão sobre "euforia" nos mercados. Em tempos anteriores, tais ondas de otimismo excessivo, talvez seguidas por extremo pessimismo, poderiam ser explicadas até por "manchas solares"[14] ou pelas trajetórias de Vênus ou Marte pelo céu. De acordo com a formulação de Minsky, essas ondas de otimismo começaram com um "deslocamento" ou choque, que levaram a um crescimento no otimismo dos investidores, empresas de negócios e financiadores bancários. Expectativas mais confiantes de um fluxo constante de prosperidade e um aumento nos lucros

induzem os investidores a comprar ações mais arriscadas; os bancos fazem empréstimos mais ousados nesse ambiente mais otimista. O otimismo aumenta e pode-se tornar autorrealizável até que evolua para uma mania.

O SURTO NO PREÇO DO OURO NOS ANOS 1970

Em primeiro de janeiro de 1970, o preço de mercado do ouro estava abaixo de US$ 40 por onça (cerca de US$ 1,41 por grama). Em 31 de dezembro de 1979, era de US$ 970 (US$ 34,1 por grama). Entre 1934 e 1970, estava vinculado à sua paridade nos Estados Unidos, correspondente a US$ 35 por onça (US$ 1,24 por grama). No início dos anos 1970, o vínculo formal entre o ouro e o dólar norte-americano foi quebrado, e o ouro pareceu-se tornar "apenas outra *commodity*", como o petróleo, a carne de porco ou os ovos, comercializado livremente em um dos mercados de *commodities*. (Obviamente o ouro tem uma história muito diferente dessas outras *commodities*. Muitos poucos livros foram escritos sobre a história monetária da carne de porco ou dos ovos). A década de 1970 foi marcada por uma inflação acelerada, embora não de modo linear. O preço do ouro aumentou para US$ 200 por onça em 1973 (US$ 7 por grama) e então caiu para US$ 100 (US$ 3,88 por grama) – e disparou.

Segundo um dos clichês econômicos, o "ouro é uma boa proteção contra a inflação": por quatrocentos anos, seu preço real, ou seu poder de compra considerando um conjunto de *commodities* de mercado, foi mais ou menos "constante" no longo prazo, embora não no curto prazo. Nos anos 1970, ao contrário, o aumento percentual anual no preço de mercado do ouro foi muitas vezes maior do que no nível dos preços para o consumidor. Os preços do petróleo, cobre, trigo e outras *commodities* primárias subiram nesse episódio inflacionário, mas o preço do ouro aumentou muito mais rapidamente.

Em algum ponto no final dos anos 1970, os investidores estavam extrapolando a partir do preço de mercado do ouro de segunda a terça-feira para projetar o valor de mercado na sexta-feira. Eles compravam ouro na quarta antecipando que poderiam vender a um preço maior na sexta. A "teoria do maior tolo" estava em ação. Alguns desses compradores poderiam ter percebido que a valorização era uma bolha e antecipado que seriam capazes de vender com lucros antes de a bolha implodir.

No final dos anos 1990, o preço de mercado do ouro correspondia a pouco menos de US$ 300 por onça (US$ 10,58 por grama), e novamente o clichê "o ouro é uma boa proteção contra a inflação" parecia válido. O valor do ouro havia aumentado por um fator de 15 desde 1900, e o preço de um conjunto de mercado de bens nos Estados Unidos havia crescido na mesma proporção.

O preço de mercado do ouro disparou depois de 2008, aparentemente porque se esperava que as moedas nacionais se tornariam virtualmente sem valor quando os bancos falissem. Alguns investidores queriam um depósito seguro de valores, ou talvez alguns investidores acreditavam que os bancos centrais seguiriam políticas que seriam inflacionárias quando aumentassem o fornecimento de crédito em resposta à falência dos bancos.

Uma explicação alternativa para essa subida irresponsável foi dada por Irving Fisher e Knut Wicksell, que enfatizaram que a taxa real de juros era muito baixa.[15] Os preços para o consumidor aumentam em expansões econômicas enquanto as taxas de juros cresciam mais lentamente do que a de inflação, e assim a taxa real de juros cai. Os financiadores sofrem de "ilusão do dinheiro" e ignoram este declínio. Em contraste, os tomadores de empréstimo não têm essa ilusão, pois reconhecem que a taxa real de juros caiu. Investidores racionais compram mais ações ou imóveis nesse ambiente de aumento nos lucros previstos e menores taxas de juros (as explicações de Fisher e Wicksell foram descrições eficazes da mudança nas taxas de juros nominal e real na década de 1970).

Esse modelo depende da suposição *ad hoc* de que dois grupos de participantes do mercado são sistematicamente diferentes na sua suscetibilidade à "ilusão do dinheiro".

Uma taxa de juros muito baixa é um caso especial do que talvez seja um fenômeno mais amplo – o apreçamento das inovações financeiras. Inicialmente, essas inovações podem receber preços baixos como um "teaser" para que sejam mais prontamente aceitos, mas o

valor irrisório também leva ao excesso de demanda. De modo alternativo, riscos indevidos podem ser assumidos por participantes recentes em uma indústria quando reduzem seus preços de venda para aumentar suas participações no mercado. Um exemplo notável é o caso de Jay Cooke, o último banqueiro proeminente do início dos anos 1870 a financiar uma ferrovia, a *Northern Pacific*.[16]

Outros exemplos incluem Rogers Cadwell, no mercado de títulos municipais do final dos anos 1920;[17] Bernard K. Marcus, do Bank of the United States, em hipotecas na mesma década,[18] e Michele Sindona, do Franklin National Bank, no início dos anos 1970.[19]

A especulação muitas vezes desenvolve-se em dois estágios. No primeiro, famílias, empresas e investidores sóbrios respondem a um choque de modo limitado e racional. No segundo, as previsões dos ganhos capitais têm um papel cada vez mais importante. “O primeiro gosto é por retornos altos, mas logo se torna secundário. Existe um segundo apetite para se obter grandes ganhos vendendo o principal”.[20] Nos Estados Unidos dos anos 1830, os investidores inicialmente compraram terras para cultivar algodão com maior preço e, depois, adquiriram-nas visando aos ganhos de capitais previstos que obteriam quando as vendessem. Nos anos 1850, os fazendeiros e agricultores cultivavam e especulavam sobre as terras. Em tempos normais, compravam mais terras do que cultivavam, como proteção contra o declínio do valor dos acres em que eles plantavam. Em uma situação de *boom*, esse comportamento mais ou menos sólido era descartado, e as fazendas eram fortemente hipotecadas para comprar mais terras que, por sua vez, eram hipotecadas para que os proprietários pudessem comprar ainda mais terras para lucrar com os aumentos previstos em seus preços.[21] O *boom* ferroviário dos anos 1830 na Grã-Bretanha também teve dois estágios: o primeiro foi antes de 1835, quando os projetos não formavam bolhas, e o segundo, depois de 1835, quando finalmente se tornaram bolhas. Na primeira fase, as ações eram vendidas pelos promotores para as câmaras de comércio locais, *quakers* capitalistas e empresários de Lancashire, tanto para mercadores e industrialistas – ou seja, para homens honestos que previam benefícios com a construção das ferrovias. Esses grupos eram capazes de cumprir tanto o pagamento inicial de 5 a 10% como os subsequentes com o progresso da construção. Na segunda fase, os promotores profissionais da companhia – muitos deles golpistas interessados somente em lucros rápidos –, tentaram uma classe diferente de compradores, incluindo damas e clérigos.[22] Os mesmos estágios eram evidentes em locais de construção em Viena no início dos anos 1870. Inicialmente, esses locais eram comprados para construção, mas depois foram jogados como fichas de pôquer especulativas para revenda com lucro.[23] Ilse Mintz notou um processo de dois estágios na venda de títulos estrangeiros em Nova York nos anos 1920. Esses títulos eram sólidos antes de 1924 e do empréstimo Dawes (que iniciou o *boom*) e se tornaram inferiores depois disso.[24] Os empréstimos para o México e Brasil no início dos anos 1970 foram baseados nas avaliações realistas da posição de crédito dos tomadores de empréstimos. Depois disso, os bancos queriam aumentar seus empréstimos e preocupavam-se menos com a qualidade dos projetos que estavam sendo financiados.

Nas bolhas imobiliárias na Flórida entre 2003 e 2006, os especuladores comercializavam apartamentos em condomínios em prédios que ainda estavam em construção. Um engraçadinho até desenvolveu o *website*“Condo-flip”.

Essencialmente, houve uma inversão entre o objetivo e o processo, e no fim o objetivo tornou-se o processo. Os financiadores ficaram tão entusiasmados com o processo que não apreciaram o fim de jogo e não responderam onde os tomadores de empréstimos poderiam obter o dinheiro para pagar os juros se não tivessem mais acesso a dinheiro de novos empréstimos. Inicialmente, o mercado de títulos ruins pode até ter sido racional, mas o fornecimento de títulos ruins disparou e o crédito dos tomadores de empréstimo caiu mais ou menos continuamente. No desastre imobiliário nos Estados Unidos, muita atenção foi dada à falta de pagamento das "hipotecas *subprime*", cuja participação no mercado de novas hipotecas aumentou de 8% em 2004 para 20% em 2005 e 2006. Esse crescimento brusco refletiu que não havia hipotecas *prime* o suficiente para satisfazer as demandas daqueles que queriam comprar hipotecas.

O mercado de casas recém-construídas e não acabadas no sul da Califórnia, vendidas de uma pessoa para outra a preços cada vez maiores com a ajuda de um mercado ativo de segundas hipotecas, teve um pico em 1981 e então entrou em colapso, com quedas de preços de 40%.[25] Houve uma "loucura" nos condomínios em Boston em 1985 e 1986, pois 60% dos compradores pretendiam vender as unidades. Esse mercado, porém, fraquejou em 1988,[26] em um padrão similar à "loucura dos apartamentos" de Chicago em 1881.[27] Um *boom* parecido ocorreu no mercado de apartamentos de Chicago, em 2003.

A análise em dois estágios sugere dois grupos de especuladores, os *insiders* e os *outsiders*. Os primeiros desestabilizam o mercado aumentando o preço e depois vendendo para os segundos quando o preço está no máximo ou próximo disso. As perdas dos *outsiders* são necessariamente iguais aos ganhos dos *insider*s. Johnson apontou que para cada especulador-desestabilizador deve haver um especulador-estabilizador.[28] Mas os *insiders* profissionais inicialmente desestabilizam ao exagerar a alta das oscilações. Eles seguem o mantra "a tendência é minha amiga". Em certo momento, esses investidores ficaram conhecidos como "observadores de fita" e, mais recentemente, "investidores de momento". Os *outsiders* amadores que compram na alta e vendem na baixa são vítimas da euforia que os afeta. Depois que perdem, eles voltam a suas ocupações normais para poupar para outra tentativa em cinco ou dez anos.

As evidências do pânico do ouro em 1869 são consistentes com a hipótese de que, em um primeiro momento, Gould e Fisk fizeram o preço do ouro subir e então venderam no máximo de modo consistente com a especulação desestabilizadora, embora Larry Wimmer não concorde que a especulação tenha sido desestabilizadora;[29] as informações disponíveis para os dois grupos de especuladores eram diferentes. No estágio inicial, Gould tentou persuadir o governo dos Estados Unidos de que era conveniente forçar a desvalorização do dólar norte-americano aumentando o "ágio" ou prêmio sobre o ouro e, consequentemente, os preços dos grãos, enquanto os especuladores *outsiders* operavam com a expectativa – derivada do desempenho passado – de que o governo dos Estados Unidos procuraria diminuir o ágio para que o papel-moeda fosse novamente convertível para ouro na paridade anterior à Guerra Civil. Em 16 de setembro, os *outsiders* abandonaram essa expectativa e adotaram a visão de Gould. Eles compraram ouro e o preço subiu. Em 22 de setembro, Gould soube pelo seu associado, o cunhado do presidente Grant, que os *outsiders* estavam originalmente certos e

que seu plano não seria adotado. Gould então vendeu. Era tarde demais, os *outsiders* viram que estavam errados: o resultado foi a Sexta-feira Negra de 23 de setembro de 1869, quando os valores das ações entraram em colapso.

Outro caso que envolve dois conjuntos de especuladores, *insiders* e *outsiders*, são as *bucket shops*. Esse termo praticamente desapareceu da língua desde que a Comissão de Títulos e Valores dos Estados Unidos declarou a prática ilegal, mas os homens e mulheres que administram as *boiler shops* são sucessores das pessoas que administravam as *bucket shops*; a prática era descrita em romances. Uma imagem clássica é dada no excelente *House of all Nations* de Christina Stead.[30] Os *insiders* em uma *bucket shop* recebem ordens do público para comprar e vender títulos, mas não as executam porque acham que a aposta do *outsider* vai-se provar errada, e a *bucket shop* tem a vantagem de uma cobertura. Se os *outsiders* estiverem certos ao "comprar na baixa e vender na alta", os operadores da *bucket shop* levantam acampamento e vão embora. Em *House of all Nations,* Jules Bertillon fugiu para a Letônia, em 1934.

A s *bucket shops* evoluíram para *boiler shops,* as quais arrebanham investidores desavisados com promessas de ganhos rápidos garantidos. Os proprietários das *boiler shops* traziam suas próprias empresas para o primeiro plano; inicialmente, eram donos de quase todas as ações dessas empresas. Robert Brennan, da First Jersey Securities, era dono e operador ou associado a uma série de *boiler shops*. Os nomes continuavam mudando, mas o golpe era sempre o mesmo. Seus amigos obtiveram aumento nos preços das ações de empresas muito pequenas e, enquanto valorizavam, eles usavam o telemarketing para vender as ações para dentistas e agentes funerários em cidades pequenas por todo o país. Assim, conseguiram aumentar os preços das ações diariamente até que a maioria das ações das empresas tivesse sido vendida para investidores ingênuos que se felicitavam por terem ganhado tanto. Quando um desses investidores tentou transformar os lucros no papel em dinheiro, repentinamente viu que não havia compradores.

Mais um exemplo desestabilizador de um especulador que comprou na alta e vendeu na baixa é a história do grande Mestre da Casa da Moeda, Isaac Newton, o cientista mundialmente famoso. No segundo trimestre de 1720, ele disse: "Eu posso calcular os movimentos dos corpos celestes, mas não a loucura das pessoas". Em 20 de abril, Newton vendeu suas ações da Companhia dos Mares do Sul por £ 7.000, com um lucro de 100%. Mais tarde, um "contágio" da mania que tomou o mundo naquele período o fez comprar um número maior de ações próximo do máximo do mercado, e ele perdeu £ 20.000. Seguindo o hábito irracional de tantos que sofrem um desastre financeiro, Newton procurou esquecer isso e, pelo resto da vida, não pôde suportar ouvir o nome Mares do Sul.[31]

Ainda assim, a especulação eufórica com *insiders* e *outsiders* pode também levar a manias e pânicos quando o comportamento de cada participante parece ser racional. Considere a falácia da composição quando o todo é diferente da soma de suas partes. A ação de cada indivíduo é racional – ou seria se muitos outros indivíduos não se comportassem do mesmo modo. Se um investidor for rápido o suficiente para entrar e sair antes dos outros, pode-se sair bem, como geralmente acontece com os *insiders*. Carswell cita um participante racional da Bolha dos Mares do Sul:

> O aumento adicional acima do capital real será somente imaginário. Um mais um, por mais que se tente esticar a aritmética tradicional, nunca será igual a três e meio. Consequentemente, todo o valor fictício deve ser uma perda para alguém, cedo ou tarde. O único modo de impedir que isso nos aconteça é vender cedo, e deixar que o diabo leve os atrasados.[32]

Devil take the hindmost (o diabo leve os atrasados), *sauve qui peut* (debandada) e *die Letzen beissen die Runde* (os cachorros mordem os lentos) e coisas assim são receitas para um pânico. É o mesmo que alguém gritar "fogo" em um teatro lotado. As correntes são outra analogia, porque a cadeia não pode expandir-se infinitamente, e somente alguns poucos investidores podem vender antes que os preços comecem a cair. É racional para um indivíduo participar nos primeiros estágios da cadeia e acreditar que todos os outros vão achar que também são racionais.

Muito similar à falácia da composição é a demonstração padrão do modelo "teia de aranha" de economia elementar, na qual a demanda e o fornecimento estão vinculados com atraso e não simultaneamente, como em um leilão que limpa o mercado a cada momento. O "deslocamento" consiste de eventos que mudam a situação, estendem o horizonte e alteram as expectativas. Em tais casos, as expectativas de alguns investidores, que de outro modo seriam racionais, não reconhecem a força das respostas similares de outras pessoas. Quando parece haver uma falta de físicos, matemáticos ou professores, muitos jovens estudam e se preparam para uma dessas profissões. Quando eles se formam, pode haver um "excesso" de indivíduos treinados para essas carreiras. Depois do surto atrasado no fornecimento, as oportunidades de empregos subitamente se tornam escassas, mas o excesso fica conhecido somente depois de um longo período de gestação. As respostas às faltas de café, açúcar, algodão ou outras mercadorias também podem ser excessivas. O preço aumenta rapidamente em resposta ao surto inicial na demanda, e então cai ainda mais rapidamente quando o novo suprimento se torna disponível.

A história das manias e pânicos está cheia de exemplos de respostas "teia de aranha", desestabilizadoras a partir de choques externos. Quando o Brasil abriu seu mercado para os ingleses em 1808, em poucas semanas mais mercadorias de Manchester foram enviadas para o mercado brasileiro do que aquelas consumidas nos vinte anos anteriores, incluindo patins para gelo e aquecedores que, como notou Clapham, provaram ser um exemplo da loucura comercial entre os economistas do século XIX.[33] Nos anos 1820, a independência das colônias espanholas disparou um *boom* de empréstimos para novos governos na América Latina, investimentos em ações de companhias mineradoras e exportação para a área. O surto nos investimentos mostrou-se excessivo. "A demanda é súbita, e cessa com a mesma rapidez. Mas muitos agiram como se ela fosse continuar."[34]

Nos anos 1830, a flutuação do tipo teia de aranha tinha uma periodicidade de dois anos. "Cada mercador ignoraria os valores que outros mercadores estariam trazendo no momento em que suas próprias mercadorias estivessem no mercado."[35] A mesma coisa era verdade nos Estados Unidos dos anos 1850, depois da descoberta de ouro na Califórnia:

> As extraordinárias e indevidas expectativas não só nos Estados Unidos, mas neste país (a Grã-Bretanha) quanto à capacidade da Califórnia – depois da descoberta de ouro em 1849 – inquestionavelmente ajudou a multiplicar e estender o

consequente desastre da crise norte-americana. Sobre os carregamentos para São Francisco se disse, repetidamente, tanto em Londres quanto em Boston, que seis ou no máximo oito cargas de tamanho moderado por mês seriam todo o necessário, ou o que poderia ser consumido. Em vez disso, os armadores enviam de doze a quinze navios por mês, completamente carregados.[36]

Uma linha de pensamento pouco rebuscada vinculou a *phylloxera*, praga que arruinou muitos vinhedos e prejudicou a produção de vinho na França, ao *boom* das ações das cervejarias britânicas nos anos 1880, quando, uma após a outra, as cervejarias venderam pela primeira vez ações para investidores durante a mania das companhias públicas. Entre elas estava a Arthur Guinness and Co., que foi comprada por £ 1,7 milhões e vendida por £ 3,2 milhões.[37] "O sucesso da questão foi como disparar uma pistola para começar uma corrida. Em novembro de 1890, outras 86 cervejarias haviam emitido novas ações para o público pela primeira vez".[38]

Houve um *boom* na Grã-Bretanha no final da Primeira Guerra Mundial, quando empresários acharam que a vitória garantiria a eliminação da concorrência alemã no carvão, aço, transportes e tecidos de algodão. Os preços dos ativos industriais, navios, ações e mesmo casas, aumentaram. Empresas foram fundidas, muitas das fusões foram financiadas com grandes créditos, porém a percepção do equívoco veio depois do segundo semestre de 1920, até estourar na greve dos carvoeiros pouco antes do último trimestre de 1921.[39]

Mais três casos se enquadram no limite da racionalidade. O primeiro trata, por assim dizer, de trabalhadores-alvo – indivíduos que se acostumaram a certo nível de renda e acham difícil reduzir seus gastos quando suas rendas caem. Na teoria do consumo, esse é o efeito Duesenberry, anteriormente citado. No fornecimento de mão de obra, ele constitui a "curva de fornecimento inclinada para trás", a qual sugere que salários maiores geram menos e não mais trabalho, e que o modo de aumentar o esforço é reduzir o pagamento por unidade de tempo. Nos livros de história econômica, esse princípio é conhecido como "John Bull pode aguentar muita coisa, mas não pode aguentar 2%". John Stuart Mill colocou desta forma:

Tais vicissitudes, começando com a especulação irracional e terminando com uma crise comercial, não se tornaram menos frequentes ou menos violentas com o crescimento do capital e a extensão da indústria (...) Em vez disso, pode-se dizer que elas pioraram: em consequência, muitas vezes se diz do aumento da concorrência, mas, como eu prefiro afirmar, há uma baixa taxa de lucros e juros que deixa os capitalistas insatisfeitos com o curso normal dos ganhos mercantis seguros[40].

Na França do final da Restauração e começo da Monarquia de Julho – ou seja, entre 1826 e 1832 –, a especulação era comum, apesar da "desconfiança que os franceses sempre tiveram do dinheiro desonesto". Os proprietários de terras ganharam 2,25 a 3,75% sobre seus ativos. Os industrialistas tentaram conseguir mais do que a taxa de juros de longo prazo sobre seus investimentos fixos de 2 a 4% e obter 7 a 9%. Os mercadores e especuladores de matérias-primas buscavam retornos na faixa de 20 a 25% sobre seus investimentos.[41] Charles Wilson notou que antes os holandeses foram convertidos de mercadores em banqueiros (acusados de preguiça e ganância). Eles desenvolveram hábitos de especulação por causa do declínio na taxa de juros em Amsterdã para 2,5% e 3%.[42] Conversões de larga escala do débito público em 1822 e 1824, e novamente em 1888, levaram a um declínio na taxa de juros e induziu os

investidores britânicos a comprar mais títulos estrangeiros.[43] Andréadès observou que "quando os juros caem, o mundo comercial inglês, incapaz de reduzir seu padrão de vida, deserta seus negócios usuais em favor dos negócios mais lucrativos e, por isso mesmo, mais arriscados (...) a especulação leva ao desastre, e deve ser salva pelo banco central".[44]

O *boom* nos empréstimos bancários para o terceiro mundo nos anos 1970 seguiu um forte declínio nas taxas de juros nos títulos em dólar norte-americano no outono de 1970, quando o Banco Central dos Estados Unidos adotou uma política mais expansiva. Os bancos estavam bastante líquidos e buscavam tomadores de empréstimos atraentes, encontrados nos governos do terceiro mundo e empresas estatais, principalmente na América Latina. Os anos 1960 foram uma década de internacionalização acelerada para os principais bancos norte-americanos, e eles elevaram rapidamente o número de filiais estrangeiras. Devido ao rápido aumento nos preços das *commodities*, as rendas nominal e real no México, no Brasil e na maioria dos demais países em desenvolvimento estavam expandindo acima da tendência. Os preços das *commodities* caíram rapidamente no início dos anos 1980 em resposta à forte subida nas taxas de juros nos Estados Unidos, e então as receitas nominal e real caíram nesses países endividados. Será que os bancos não deveriam ter previsto que a queda nos preços das *commodities* seria inevitável?

No segundo caso limítrofe, há a esperança por alguma melhoria ou não se realiza nenhum tipo específico de ação quando as circunstâncias mudam. No primeiro caso, observe as falências da New York Warehouse and Security Company, da Kenyon, Cox & co. e da Jay Cooke and Co., em 8, 13 e 18 de setembro de 1873, devido a empréstimos feitos a ferrovias (respectivamente, a Missouri, Kansas and Texas, a Canada Southern e a Northern Pacific) às quais essas empresas estavam associadas. Essas ferrovias não eram capazes de vender ações para obter os fundos necessários e completar a construção porque Berlim e Viena haviam parado de fazer empréstimos para os Estados Unidos.[45] De modo similar, quando os empréstimos de longo prazo dos Estados Unidos para a Alemanha pararam em 1928, época em que os investidores norte-americanos se voltaram para ações e pararam de comprar títulos, os bancos e casas de investimentos de Nova York continuaram a fazer empréstimos de curto prazo para a Alemanha. Ao montar em um tigre ou segurar um urso pela cauda, parece racional segurar-se bem – pelo menos por algum tempo.

Por um erro de omissão, observe as dificuldades dos bancos de Hamburgo, que fizeram grandes empréstimos para bancos suecos que estavam financiando bens contrabandeados para a Rússia durante a Guerra da Crimeia. Como os bancos de Hamburgo não cancelaram esses empréstimos quando houve a paz, os suecos usaram o dinheiro para especular na construção de navios, fábricas e mineração, que ajudaram a envolver Hamburgo na crise mundial de 1857.[46]

No terceiro caso limítrofe, até o considera um modelo racional, mas esse modelo pode estar errado. O exemplo mais famoso, em outro campo, é a "psicologia da Linha Maginot" francesa, embora se possa pensar nisso menos como um caso de expectativas irracionais do que como um caso de atraso não distribuído. "Quando a visão de um homem está fixa em alguma coisa", raciocinou Ponzi, "ele poderia igualmente ser cego".[47] Ou Bagehot sobre Malthus: "Dificilmente um homem que tenha desenvolvido um conceito notável e original se

livra dele".[48] Nos anos 1760, os mercadores de Hamburgo não foram prejudicados pela queda nos preços das *commodities* até o fim da Guerra dos Sete Anos. Dessa forma, em 1799, enquanto as Guerras Napoleônicas estavam em andamento, eles estavam despreparados para o declínio nos preços que veio com a penetração do bloqueio do sistema continental de Napoleão de 1798.[49] Veja-se também os banqueiros e industrialistas franceses que formaram o anel do cobre em 1888, modelado depois do movimento de cartel em ferro e aço, trilhos de aço, carvão e açúcar no começo da década, atraídos pelo sucesso do sindicato dos diamantes na África do Sul e do monopólio de mercúrio de Rothschild, na Espanha; muitos economistas analistas supervalorizaram o aparente sucesso da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) em reduzir o valor do petróleo nos anos 1970 para supor que os cartéis bem-sucedidos na fixação de preços poderiam reduzir a saída de praticamente todas as outras matérias-primas e alimentos, valorizando muito mais esses produtos. Em 1890, o sindicato francês possuía 60 mil toneladas de cobre com alto preço, além de contratos para comprar mais. As minas mais antigas foram retrabalhadas, e as empresas começaram a processar sucata enquanto o valor do cobre estava caindo rapidamente. O colapso do preço do cobre de £ 80 para £ 38 por tonelada, em 1889, quase levou junto o Comptoir d'Escompte, salvo por um adiantamento de 140 milhões de francos do Banco da França, relutantemente garantido pelos bancos de Paris.[50]

A inovação financeira na forma de desregulamentação ou liberalização muitas vezes foi um choque. No início dos anos 1970, Ronald McKinnon liderou um ataque intelectual sobre a "repressão financeira", ou seja, a segmentação dos mercados financeiros nos países em desenvolvimento, que levou a tratamento preferencial dos tomadores governamentais de empréstimos envolvidos no comércio internacional e de grandes empresas.[51] A mensagem agradou particularmente aos países latino-americanos já influenciados pela doutrina do liberalismo de Chicago: alguns países desregulamentaram seus sistemas financeiros, o que foi seguido por um rápido crescimento de novos bancos e rápido aumento no crédito e na inflação. Subsequentemente, alguns novos bancos entraram em colapso.[52] McKinnon sentiu que era necessário aprender que os diversos passos do processo de desregulamentação deveriam ser realizados cuidadosamente.[53]

As mesmas questões surgiram novamente na Polônia e na antiga União Soviética no início dos anos 1990, em ferozes debates sobre a velocidade da mudança das economias de controle estatal para as economias de mercado. O sucesso da transição de uma economia de controle estatal parece depender do quanto os indivíduos na economia socialista se lembram do ambiente institucional do seu capitalismo anterior. A memória da economia de mercado era muito maior na Polônia do que na Rússia. Longos anos de socialismo e corrupção haviam erradicado a memória das instituições de mercado na Rússia. Tal memória é mais importante para o sucesso da transição do que a velocidade dos descontroles e da privatização dos monopólios estatais.

CHARLES PONZI ESTAVA VIVO (E BEM), MORANDO EM TIRANA

A transição das economias de comando central para as de mercado no que foi a Europa Oriental no início dos anos 1990 mostrou que as estruturas financeiras não eram mais regulamentadas. Empreendedores – alguns deles antigos membros do

exército da Albânia – iniciaram empresas que prometiam altas taxas de retorno, muitas vezes 30% ao mês. O público desses países acumulou grandes quantias em dinheiro e em depósitos nos bancos estatais, cujas taxas de juros eram extremamente baixas. O público foi atraído pelas altas taxas de retorno prometidas por essas instituições financeiras recém-estabelecidas. A concorrência entre os diferentes "bancos" manteve as taxas de juros altas.

Alguns albanianos venderam suas casas a fim de conseguir o dinheiro para comprar esses depósitos bancários e, então, alugaram as mesmas propriedades dos compradores. A "renda dos juros" sobre seus depósitos era muito maior do que os juros que eles tinham de pagar por essas mesmas casas. Muitas vezes, os compradores dos apartamentos eram os mesmos empreendedores proprietários a administrar os depósitos bancários. Em sua diáspora, os albanianos de Nova York, Chicago e Frankfurt enviaram dinheiro aos seus parentes em Tirana para que eles depositassem nessas novas instituições. Alguns pararam de trabalhar porque a renda dos juros sobre seus depósitos era muito maior do que seus salários.

Infelizmente, era bom demais para ser verdade – e não era mesmo.

Um caso puramente irracional pode ser observado em uma sociedade que coloca suas esperanças em algum evento de relevância limitada para suas circunstâncias econômicas atuais; outra coisa é uma sociedade que ignora evidências sobre as quais prefere não pensar. Muitas empresas austríacas investiram extensivamente em antecipação ao aumento nas atividades de negócios que se seguiriam à abertura da Feira Mundial de Viena, em primeiro de maio de 1873. Suas obrigações líquidas excediam muito seus ativos líquidos, e elas sofreram problemas financeiros sérios. O objetivo dessas feiras mundiais era ampliar a atividade dos negócios para que houvesse investimento significativo em instalações projetadas para acomodar os visitantes. O crédito nos bancos foi levado ao limite. Uma mudança das *commodities*, terras, ações e débitos de volta para o dinheiro estava em andamento, e a cadeia de títulos negociáveis estendeu-se ao máximo possível. Mesmo assim os bancos e firmas aguentaram, esperando pela abertura da exibição, porque achavam, ou pelo menos esperavam, que o aumento nas vendas salvaria a situação. Quando a exibição abriu e o crescimento nas vendas foi desapontador, o mercado entrou em colapso no início de maio.[54]

Para ilustrar a repressão de evidências contraditórias – a dissonância cognitiva –, considere a análise de J.W. Beyen sobre o fracasso alemão em restringir empréstimos de curto prazo vindos do exterior no final dos anos 1920. Esse economista sugeriu que os perigos desses empréstimos não foram enfrentados adequadamente nem mesmo por Schacht, o ministro alemão das finanças, e adicionou: "Não teria sido a primeira nem a última vez que a consciência foi 'reprimida'".[55] Esses exemplos sugerem que, apesar da utilidade geral da suposição de racionalidade, ocasionalmente os mercados – ocasiões infrequentes – agiam de modo irracional mesmo quando cada participante no mercado acreditava que estava agindo racionalmente.

3.3 Deslocamentos

Um deslocamento é um evento ou choque externo que muda horizontes, expectativas, oportunidades previstas de lucro, comportamentos – "algum conselho repentino muitas vezes inesperado".[56] Um surto no preço do petróleo é um deslocamento, assim como uma desvalorização imprevista – embora a maioria das desvalorizações seja prevista. Uma

mudança nas regulamentações financeiras, especialmente as liberalizações ou restrições de empréstimos para grupos particulares de tomadores de empréstimo, é também um deslocamento. O choque deve ser suficientemente grande para ter impacto no panorama econômico; os eventos cotidianos também produzem mudanças no panorama, mas poucos são significativos o suficiente para se qualificarem como choque.

A guerra é um grande choque. Algumas crises acontecem imediatamente no começo ou fim de uma guerra, ou logo depois do fim para permitir que algumas poucas expectativas sejam falsificadas. A mais notável crise no início de uma guerra é a de agosto de 1914. Os deslocamentos no fim das guerras incluem as crises de 1713, 1763, 1783, 1816, 1857, 1864, 1873 e 1920. Além disso, houve uma série impressionante de crises sete a dez anos depois do fim de uma guerra, tempo suficiente para que as expectativas formadas no fim da crise original fossem falsificadas. Essas incluem as de 1720, 1772, 1792, 1825, 1873 nos Estados Unidos e a de 1929.

Mudanças políticas de longo alcance também podem mudar as expectativas. A Revolução Gloriosa de 1688, por exemplo, deu origem a um *boom* na promoção das companhias. Em 1695, havia 140 empresas de capital aberto com um capital total de £ 4,5 milhões. Mais de 80% delas haviam sido formadas nos sete anos anteriores. Em 1717, a capitalização total havia atingido £ 21 milhões.[57] Em julho de 1720, o *Bubble Act* britânico proibiu a formação de novas empresas de capital aberto sem aprovação explícita do parlamento, uma limitação que durou até 1856. Embora essa regulamentação fosse normalmente interpretada como uma reação à especulação da Companhia dos Mares do Sul, Carswell afirma que ela foi realizada para auxiliar a Empresa dos Mares do Sul, uma vez que o rei e o parlamento buscavam reprimir a criação de companhias rivais que pudessem atrair fundos extremamente necessários para sustentar essa empresa.[58]

A Revolução, o Terror, o Diretório, o Consulado e o Império na França, em conjunto com incidentes das próprias Guerras Napoleônicas, iniciaram movimentos de larga escala em 1792-1793 e em 1797, abrindo e fechando mercados na Europa e em outras partes do mundo para os bens britânicos e das colônias. Outros eventos políticos desse tipo foram a Restauração (1815), a Monarquia de Julho (1830), a revolução de fevereiro de 1848 e o Segundo Império (1852), todos ocorridos na França. A Revolta dos Sipais na Índia, em maio de 1857, seguida pela revolução militar do Industão, contribuiu para os problemas nos mercados financeiros londrinos.[59] Esses eventos foram um precedente para a desordem em Invergordon, em setembro de 1931, quando um contingente de marinheiros britânicos esteve perto de entrar em greve devido a cortes no pagamento decretados pelo novo governo nacional. Os europeus continentais interpretaram essa resposta como um motim de uma grande instituição britânica – a marinha –, o que contribuiu para a decisão britânica de deixar de vincular a libra ao ouro.[60]

Guerra, revolução, restauração, mudanças de regime e motim vêm principalmente de fora do sistema. Esses acontecimentos estão além do conjunto usual de eventos arriscados que podem ser modelados como uma distribuição de probabilidade – assim, qualificam-se como “cisnes negros”. Deslocamentos monetários e financeiros muitas vezes são mais difíceis de serem descritos como exógenos. Mas também são deslocamentos a recunhagem maladroit, a

modificação das razões entre ouro e prata sob o bimetalismo, as conversões realizadas para economizar sobre a receita governamental que inesperadamente desvia a atenção dos investidores para outros caminhos e os novos empréstimos que se mostram bem-sucedidos contra todas as expectativas.

O *Kipper-und Wipperzeit* de 1619-1623, já citado, obteve esse nome da ação dos cambistas que recebiam as moedas depreciadas que vinham do aumento no número de casas da moeda dos príncipes e adulteravam suas balanças, já que queriam trocar dinheiro ruim pelo dinheiro bom de camponeses, lojistas e artesãos ingênuos. Uma depreciação rapidamente crescente se espalhou a cada estado até que as moedas usadas nas transações diárias ficaram sem valor.[61]

Duas recunhagens alemãs posteriores proporcionaram um estudo em contraste. Em 1763, Frederico II, da Prússia, comprou prata em Amsterdã sob crédito para permitir uma nova cunhagem e substituir a que havia sido depreciada durante a Guerra dos Sete Anos. O monarca tirou o velho dinheiro depreciado de circulação antes que o novo fosse distribuído, o que precipitou uma crise deflacionária e o colapso de uma cadeia de notas de desconto.[62] Mais de cem anos depois, após a indenização franco-prussiana, as autoridades alemãs emitiram novo dinheiro, mas dessa vez antes que o velho fosse recolhido para economizar nos seus pagamentos de juros. Em três anos, a circulação de moedas triplicou, partindo de 254 milhões de *thalers* (762 milhões de marcos) original. O resultado foi a inflação.[63]

A crise de 1893 nos Estados Unidos, que surgiu da ameaça à convertibilidade do ouro pelo Sherman Silver Act de 1890, já foi mencionada. Isso ocorreu também com as conversões de débito britânicas de 1822, 1824, 1888 e 1932, embora a última estivesse associada com um *boom* imobiliário que não levou a uma crise. Na França, a conversão dos *rentes* de 5% foi discutida depois de 1823, quando o fornecimento de moeda se expandiu e a taxa de juros teria caído se os investidores não estivessem relutantes em comprar *rentes* por um valor adicional. Um a cada três banqueiros tinha uma ideia diferente sobre o objetivo da conversão: Rothschild queria vender mais *rentes*; Greffuhle (e Ouvrad) esperavam atrair investidores para os canais, enquanto Laffitte queria garantir o desenvolvimento da indústria. No evento, obstáculos políticos impediram a aprovação da legislação necessária, e o mercado finalmente desistiu de suas objeções a manter o ágio dos *rentes*. Esse forte declínio nas taxas de juros afetou a especulação.[64] Os canais foram construídos pelo governo com fundos privados,[65] e o brilho fosco de um *boom* ferroviário podia ser visto na França ao longo dos rios Loire, Rhone e Sena. Mas o objetivo principal da especulação era construir nas cidades principais e em seus arredores – Toulouse, Lyons, Marseilles, Le Havre.[66] O romance *César Birotteau*, escrito em 1830 por Honoré de Balzac, foi inspirado nessa experiência: conta a triste história de um fabricante de perfumes que foi tentado a comprar lotes para construção nas proximidades de Madeleine com dinheiro emprestado por "um quarto do valor que os lotes certamente teriam em três anos".[67]

O sucesso dos empréstimos em reciclar reparações ou indenizações depois das Guerras Napoleônicas, Franco-Prussiana e Primeira Guerra Mundial também já foi mencionado. Qualquer sucesso surpreendente na emissão de um título com múltiplos acima das reservas e um bom prêmio para os investidores atrai tomadores de empréstimos, financiadores e

especialmente banqueiros de investimento. O empréstimo Baring de 1819 – “o primeiro empréstimo estrangeiro importante feito por um banco britânico”[68] – levou rapidamente a uma série de problemas para a França, Prússia, Áustria e, mais tarde, depois da independência, para os países que haviam sido colônias espanholas. O *rente* Thiers fez as casas bancárias francesas salivarem com a esperança de auxílios estrangeiros, uma forma que recebeu impulso adicional do empréstimo de conversão de 1888 para a Rússia czarista que salvou os investidores alemães e colocou os investidores franceses em um caminho que iria acabar com um suspiro depois da revolução de 1917, e não com uma explosão. O empréstimo Dawes de 1924 abriu os olhos dos investidores norte-americanos para o romantismo de comprar títulos estrangeiros. O *rente* Thiers foi subscrito em excesso de catorze vezes, e o empréstimo Dawes, em onze vezes. Muito mais importante do que o múltiplo, entretanto, foi sua relação com as expectativas. Rosenberg descreveu os três empréstimos franceses de 1854 e 1855 como sensacionais, uma vez que tiveram uma demanda de subscrição em quase dois para um (468 milhões de francos sobre uma oferta de 250 milhões), quatro para um (2.175 milhões de francos para uma emissão de 500 milhões) e cinco para um (3.653 milhões contra 750 milhões). Entretanto, na Áustria e na Alemanha, quando o *boom* especulativo dos anos 1850 estava a caminho, a venda de ações da Credit Anstalt foi superada em 43 vezes, principalmente para pessoas que ficaram na fila a noite toda. E quando o Banco de Crunswick buscou 2 milhões de thalers em maio de 1853, recebeu ofertas iguais a 112 vezes esse valor em três horas.[69]

Entre os principais deslocamentos recentes, como citado anteriormente, estão a desregulamentação dos bancos e instituições financeiras; as inovações, como os derivativos (que já existiam, mas somente em uma escala muito modesta); os fundos mútuos e de cobertura; a oferta de novas oportunidades para enriquecer, embora com o risco de perda; os REITs (*Real Estate Investment Trusts* – Trusts de investimento imobiliário) e a emissão bancária de empréstimos e hipotecas, como títulos negociáveis e ofertas públicas iniciais (IPO – *Initial Public Offerings*) de empresas privadas.

A desregulamentação das instituições financeiras foi um grande fator contribuinte para a bolha dos preços dos ativos no Japão nos anos 1980 e, especialmente, durante a segunda metade daquela década. Todos os bancos japoneses estavam muito interessados na sua posição no ranking quanto a seus ativos e depósitos. Cada um queria ir para uma posição superior nessa lista – o que significava que todos precisavam “aumentar seus empréstimos” mais rapidamente do que os bancos nas posições superiores.

A revolução tecnológica dos anos 1920 – o rápido aumento da produção de automóveis, a expansão da rede elétrica por grande parte dos Estados Unidos, a rápida ampliação dos sistemas de telefonia, o aumento no número de cinemas e o começo do rádio – foi um grande choque. Os investimentos dispararam. De modo similar, nos anos 1990, especialmente na segunda metade da década, houve uma grande revolução na tecnologia da informação. As empresas de capital de risco, especialmente aquelas na área da Baía de São Francisco, estavam ansiosas para financiar muitos dos engenheiros com ideias. Então, em um estágio posterior, essas empresas receberam um “financiamento de mezanino”. Depois, as empresas tiveram uma oferta pública inicial (IPO) organizada pelos principais bancos de investimento

da época, como Merrill Lynch, Morgan Stanley ou Credit Suisse First Boston. Os bancos de investimento organizavam "road shows" para essas empresas quando elas estavam prestes a abrir seu capital: os empreendedores visitavam os fundos mútuos, os fundos de pensão e os gerentes de outras fontes de fundos. Com base na demanda, os bancos de investimento estabeleceriam preços de US$ 19, US$ 23 ou US$ 31, e talvez 20% das ações disponíveis da empresa seriam vendidas. Frequentemente, o preço das ações no fim do primeiro dia de negociação seria três ou quatro vezes o preço da IPO.

A "explosão" no preço das ações nas negociações do primeiro dia era uma propaganda indicando que ele só aumentava. Durante o fim dos anos 1990, uma proporção extremamente alta de novas emissões de ações experimentaram grandes explosões de preços no primeiro dia de negociações, que encorajaram novas ofertas de ações.

DOW JONES A 36.000, DOW A 40.000, DOW A 100.000[70]

Três livros com títulos praticamente iguais foram publicados em 1999. Seus temas eram quase idênticos: caso as taxas de juros continuassem baixas e as receitas corporativas aumentando, o índice Dow Jones dos preços das ações atingiria, por fim, níveis muito maiores do que os vistos antes. A lógica era irrefutável, mais ou menos uma extensão do princípio de Arquimedes, segundo o qual poderia mover o mundo se tivesse uma alavanca longa o suficiente. No longo prazo, o nível dos preços das ações reflete três fatores: a taxa de crescimento do PIB, a participação dos lucros no PIB e a relação entre os preços das ações e os ganhos corporativos ou a relação preço-lucro. A participação dos lucros no PIB foi notadamente constante no longo prazo – cerca de 8% –, e a taxa preço-lucro teve uma média de 17%.

Os investidores continuamente escolhem entre comprar títulos e comprar ações. A taxa de juros nos títulos teve uma média de cerca de 5%, e assim, as receitas dos títulos, o recíproco da taxa de juros, é igual a 20.

Aqueles que previram o índice Dow Jones a 36.000 acreditavam que a relação preço-lucro deveria ser muito maior porque as ações não eram mais arriscadas do que os títulos.

3.4 Objetos da especulação

Nas últimas décadas do século XX, os investidores especularam principalmente em imóveis ou ações. Em épocas anteriores, os objetos de especulação eram mais diversos. Uma tabela estilizada de ciclos é apresentada no Apêndice. A lista mostra a tendência desses objetos de mudar a partir de alguns poucos itens favoritos no início do período de observação para uma ampla variedade de *commodities* e outros ativos e títulos no final. A lista é parcial, mas sugestiva.

Qual a probabilidade de que um deslocamento leve a um choque e induza os indivíduos a investir em busca de ganhos capitais e, especialmente, de curto prazo? Considere que a especulação desestabilizadora possa ocorrer em um mundo de indivíduos normalmente racionais, e depois observe um choque. Esses indivíduos podem julgar mal seu impacto. Considere agora outro choque; esses indivíduos poderão novamente avaliar de forma errada os efeitos dos outros choques; assim, passam a existir muitos destes, dos quais somente uma proporção relativamente pequena leva a uma mania especulativa.

Há dúvidas sobre a probabilidade de que dois ou mais objetos de especulação (como imóveis e ações) se envolvam nesse processo antes que o ponto de "negociações em excesso"

atinja dimensões grandes o suficiente para resultar em uma crise. Pode-se considerar as diversas ocasiões em que dois ou mais objetos foram envolvidos em especulação.

As bolhas dos Mares do Sul e do Mississipi em 1720 estavam relacionadas e foram alimentadas pela expansão monetária na Grã-Bretanha e na França, responsáveis por muito "vapor" especulativo, que começou nos títulos da Companhia dos Mares do Sul e do banco Sword Blade na Inglaterra, e também nos títulos da Companhia do Mississipi e dos bancos de John Law na França, espalharam-se rapidamente para outros empreendimentos, bem com para *commodities* e terras. Muitos desses outros empreendimentos eram golpes. A Companhia dos Mares do Sul foi derrubada por sua tentativa de suprimir especulações de rivais, agindo sob o Bubble Act de junho de 1720 contra a York Buildings, Lustrings e Welsh Cooper. O tiro saiu pela culatra.[71] A difusão da especulação de um objeto para outro, para generalizar a subida dos preços, ocorreu porque os especuladores que vendiam ações da Mares do Sul quando os preços estavam atingindo seu máximo compraram bancos, ações e casas de campo.[72] Então, o preço das terras começou a variar com o das cotações das ações da Mares do Sul.[73] Na França, os valores das terras subiram na primavera de 1719, e os especuladores começaram a receber seus lucros da bolha do Mississipi.[74]

O *boom* de 1763 baseou-se exclusivamente nos gastos de guerra do governo e de suas finanças por meio de letras de crédito. A DeNeufville Brothers, cuja falência disparou o pânico, vendia "*commodities*, navios e títulos, como tantas outras empresas holandesas"[75] com centenas de milhares de florins em obrigações, para as quais eles raramente mantinham mais de poucos milhares de florins de reservas em caixa.

Alguma contribuição para a crise nos negócios pode ter sido causada por uma seca sem paralelo na Inglaterra em 1762, causando a falta de feno e a escassez de carne, manteiga e queijo.[76] A crise de 1772 foi precipitada pela especulação em Amsterdã e Londres sobre as ações da Companhia das Índias Orientais e pelo colapso do Byr Bank (Douglas, Heron & Co.). Estavam envolvidos diversos detalhes complexos, incluindo os reveses políticos da Companhia das Índias Orientais e a restrição do seu crédito pelo Banco da Inglaterra, a prática do novo Ayr Bank (que recebeu empréstimos ruins dos bancos já estabelecidos) de tomar empréstimos de Londres quando seus prazos venciam e a fuga de Alexander Fordyce em 1772, que perdeu o dinheiro da sua empresa vendendo prematuramente ações da Companhia das Índias Orientais. Quando as ações caíram na primavera, Clifford & Co., banco holandês que liderava um sindicato que tentava aumentar o preço, faliu. Entretanto, esses fenômenos parecem superficiais. Investimentos extensos em casas, estradas com pedágio, canais e outras obras públicas na Grã-Bretanha pressionaram os recursos.[77] Uma fonte relata que a queda nos preços do café começou em 1770 a crise financeira de 1772-1773,[78] mas isso não é mencionado por Wilson (a fonte padrão) ou por Ashton, Clapham ou Buist.[79]

Em 1793, havia diversas causas – bancos nacionais, canais, o Reino do Terror – que estimularam um fluxo de dinheiro para a Grã-Bretanha, além das colheitas ruins. Em 1799, havia uma causa: o fechamento ou abrandamento do bloqueio continental. De modo contrário, a crise de 1809-1810 teve "duas causas separadas: uma reação da especulação na América do Sul, um abrandamento e então fechamento do bloqueio continental".[80] Houve um *boom* pós-

guerra nas exportações para a Europa e os Estados Unidos em 1815-1816, maior do que a quantia que podia ser comprada, além de uma queda no preço do trigo. As ações dos canais, governos sul-americanos e minas se combinaram em 1825. As exportações britânicas, o algodão, as vendas de terras nos Estados Unidos e o começo da mania das ferrovias contribuíram para a crise no início dos anos 1830. A de 1847 foi causada pela mania das ferrovias, a praga das batatas, o fracasso das colheitas de trigo em um ano e uma colheita ruim no seguinte, seguidos pela revolução na Europa.

Dessa forma, pelo menos dois objetos de especulação estiveram envolvidos na maioria das crises significativas. Assim como os mercados nacionais estavam conectados, a especulação estava conectada pelas condições fundamentais do crédito. Mas quando uma crise como a de 1847 surge de objetos tão díspares quanto ferrovias e trigo, há algum fundamento em sugerir que ela é acidental em origem, a menos que a fraqueza monetária que a alimenta seja sistemática.

No Japão e nos países asiáticos, as bolhas no setor imobiliário e nas ações geralmente ocorreram ao mesmo tempo. Em alguns países, especialmente os pequenos, o valor de mercado das companhias construtoras é uma grande proporção do valor de mercado de todas as ações como um grupo. Quando os preços dos imóveis aumentam, o mesmo acontece com o valor dos ativos de propriedade das empresas construtoras, e o valor de mercado dessas empresas também sobe. Esses investidores que venderam as ações das construtoras têm dinheiro para investir, e provavelmente investirão muito em ações de empresas que não estejam envolvidas com imóveis. Além disso, quando os preços dos imóveis elevam, o negócio de construção provavelmente explodirá, e com isso o valor de mercado das empresas construtoras possivelmente aumentará. As perdas com empréstimos bancários provavelmente estarão abaixo das tendências, e os preços dos imóveis subirão. O relacionamento simbiótico é simétrico: quando os preços dos imóveis caem, os preços das ações também recuam.

3.5 Diferença nacional no temperamento especulativo

Sugere-se que os investidores em alguns países são mais especulativos do que em outros. Apesar da distinção de Ruth Benedict entre culturas com temperamentos apolíneos (equilibrados) e outras com temperamentos dionisíacos (orgiásticos),[81] a proposição é dúbia. Apesar de sua implausibilidade, os historiadores acreditam que os *brabanters* tinham um forte temperamento de jogador no século XVI, e que as dezenas de milhares que migraram para as Províncias Unidas depois do saque da Antuérpia em novembro de 1576 e de seu devastador cerco em 1585 levaram esse traço de caráter com eles.[82] Nos Países Baixos, o instinto de jogador dos banqueiros, investidores e até do povo em geral convivia com grande tensão com a frugalidade e abstinência luterana e calvinista.[83] Pode haver relevância no ponto de vista de que as instituições bancárias facilitam maior especulação em alguns países. Juglar, por exemplo, alega que as crises francesas no século XVIII foram menos abruptas e menos

violentas do que as inglesas, porque (depois do já citado episódio John Law) o crédito na França era menos usado e menos abusado.[84] Um ponto de vista diferente atribui a experiência francesa a leis de falência mais severas:

> Seja pelas forças educadoras da lei e das instituições estabelecidas ou por tradição, prevalece na França um alto grau de honestidade nos negócios. Filhos que trabalham por anos para pagar os débitos de seus pais, e notários que pagam os desfalques de um dos seus pelo bem da profissão, embora não tenham associação pessoal com o devedor, indicam um padrão de cumprimento das obrigações de negócios que não pode deixar de ter influência sobre a prosperidade material do povo. Pode ser surpreendente que a nação cujos soldados são tão famosos por serem ousados na guerra crie financistas e homens de negócios que são a imagem do conservadorismo nos seus métodos, mas esse é claramente o caso.

O autor continua: "a Inglaterra é o país no qual o espírito de aventura e especulação mais realizou para promover crises e depressões".[85]

Um historiador sugeriu que a mineração e o pastoreio de ovelhas contribuíram para o amor pelo jogo, e que os australianos, começando com a descoberta de ouro em 1851-1852, desenvolveram um amor particular pelo jogo, expresso nas corridas de cavalos e especulação de terras.[86]

Um ponto de vista comum é que os Estados Unidos constituem o "lar clássico dos pânicos financeiros e comerciais", presumivelmente devido ao sistema bancário selvagem.[87] Isso foi observado nos anos 1830 por Michel Chevalier, que comparou a moderação francesa com a especulação norte-americana (mas que acreditava, entretanto, que a segunda era um estímulo para a produção de canais, ferrovias, estradas, fábricas e vilas).[88] A carta no 25 de suas cartas da América para a França é devotada à discussão da especulação: "todo o mundo especula e se especula sobre tudo. Do Maine ao Rio Vermelho (no Arkansas), os Estados Unidos tornaram-se uma imensa Rue Quincampoix (a Wall Street da Bolha do Mississipi)".[89] Parcialmente, as origens estão nas instituições permissivas. Mas é fácil encontrar pontos de vista abundantes e contraditórios sobre o saldo da demanda de outros países. "A nação francesa é prudente e econômica, a nação inglesa é empreendedora e especuladora."[90] "A França não mostrou provas de prudência iguais às da Escócia. Seus nervos são extremamente suscetíveis, sensíveis em questões de crédito".[91] "O caráter dessa nação [a Grã-Bretanha] está em levar tudo ao excesso (...) virtude, vício".[92] Depois de 1866, dizia-se que uma nova arrogância havia tomado conta dos alemães, mas que eles superavam os franceses somente em "golpes no mercado de ações e horrores da especulação".[93] Morgenstern encontrou dez pânicos na França, dois a mais que nos Estados Unidos, o que "não é surpreendente, dado o caráter instável da política francesa".[94] (Certamente, isso trata de deslocamentos e não do amor pela especulação.) Entretanto, considere-se a opinião de um financista francês: "os franceses amam o dinheiro não pelas possibilidades de ação que ele abre, mas pela receita que ele garante".[95] Ou então os dois pontos de vista, no nível de um debate entre Harvard e Yale, de um francês e inglês fictícios, em 1931:

> *WILLIAM BERTILLION: A* Inglaterra é uma árvore de Natal para vendedores de ações. Nobres lordes se sentarão no conselho de qualquer companhia por algumas libras por sessão. E o público. Louco ou idiota. Deus, eu nunca ouvi falar de um povo assim, exceto talvez alguns camponeses da Bessarábia ou nativos de Camarões, que acreditam no que acreditam. Mágica. Mostre qualquer tipo de negócio que parece totalmente impossível e eles vão engolir.[96]

STEWART: A Inglaterra é o banqueiro do mundo. Não falha, não falha. Ela mantém sua palavra, é por isso (...) Nada disso – você não teria nada dessa especulação no mercado de ações norte-americano. Todos os Toms, Dicks e Harrys tentando ganhar o seu – como na França.[97]

É um impasse. O temperamento especulativo pode diferir entre países. A quantidade de especulação em um país pode mudar conforme o humor nacional varia entre a excitação e depressão.

Alimentando as chamas: a expansão do crédito

> Axioma número um: Não há inflação sem o rápido crescimento de dinheiro. Axioma número dois: Não há bolha imobiliária sem o rápido crescimento do crédito.

Manias especulativas ganham velocidade com a expansão do crédito. A maioria dos aumentos no fornecimento de crédito não leva a uma mania – mas quase todas as manias foram associadas ao rápido crescimento do crédito para um grupo particular de devedores. Nos últimos cem anos, as ampliações no fornecimento de crédito foram proporcionados em parte pelos bancos e em parte pelo desenvolvimento de novos instrumentos financeiros. A mania dos bulbos de tulipa no século XVII ocorreu porque os vendedores dos bulbos forneciam crédito para os compradores.[1] John Law teve seu Banque Générale, mais tarde Banque Royale, como fonte de crédito enquanto a Companhia dos Mares do Sul confiava no Sword Blade Bank. Em 1763, a expansão do crédito na Holanda foi financiada pelo Wisselruiti, ou cadeias de notas promissórias (como os cheques pré-datados) de um mercador para outro. A mania britânica dos canais em 1793 foi alimentada pelos gastos facilitados por empréstimos de muitos bancos nacionais recém-estabelecidos para os empreendedores que desenvolviam os canais.

Em muitos casos, a expansão do crédito resultou do desenvolvimento de substitutos para o dinheiro mais tradicional. Nos Estados Unidos da primeira metade do século XIX, a inovação foi a substituição da prata pelas letras de câmbio (novamente, considere os cheques pré-datados) no comércio triangular entre os Estados Unidos, China e Grã-Bretanha. Os norte-americanos tinham um déficit comercial bilateral com os chineses, que tinha um déficit comercial bilateral com os ingleses. Antes, os Estados Unidos compravam prata do México, que era então enviada para a China a fim de financiar o déficit comercial dos Estados Unidos. A prata então era enviada para a Grã-Bretanha e financiava o déficit comercial da China. A inovação institucional foi o envio de letras de câmbio pelos mercadores norte-americanos, que especificavam o pagamento em libra britânica para as importações chinesas, que enviavam essas notas para a Grã-Bretanha, financiando assim seu déficit comercial. Os custos transacionais envolvidos em fazer pagamentos internacionais usando letras de câmbio eram muito menores do que os custos para o transporte de prata. O resultado dessa inovação foi a

permanência da prata nos Estados Unidos, para que assim o fornecimento de dinheiro no país não caísse.[2]

O *boom* global dos anos 1850 foi resultado da combinação das descobertas de ouro, da formação de novos bancos na Grã-Bretanha, França, Alemanha e nos Estados Unidos, do estabelecimento de câmaras de compensação pelos bancos de Nova York e Filadélfia e a expansão da câmara de compensação de Londres. O crescimento das câmaras de compensação dos bancos levou ao aumento do uso de crédito nas transações entre os bancos membros. Desequilíbrios nos pagamentos entre eles eram resolvidos pela transferência de certificados da câmara de compensação – uma nova forma de "dinheiro". A expansão do crédito na Grã-Bretanha em 1866 resultou do aumento nos empréstimos pelas recém-formadas casas de desconto de capital aberto. O *boom* na Europa Central nos anos 1870 baseou-se nos pagamentos de reparações em ouro da França para a Prússia e na criação dos *Maklerbanken* (bancos de corretores) na Alemanha, que se espalharam para a Áustria, e dos *Baubanken* (bancos de construção) na Áustria, que se expandiram para a Alemanha.

Um dos muitos caminhos institucionais diferentes para a expansão do crédito que ocorreu na França em 1882 se baseou em um sistema de acerto de contas nas transações de negociação de ações que proporcionava crédito para os especuladores por meio de um sistema de pagamentos postergados chamado reportagem. Os compradores de ações tinham até quarenta dias antes que tivessem de pagar por suas compras. Na verdade, podiam fazer empréstimos livres de juros até a data do pagamento (embora o valor dos empréstimos pudesse ser refletido nos preços pagos pelas ações).[3] De modo similar, a expansão do crédito no mercado de curto prazo em Nova York ajudou a financiar o *boom* do mercado de ações no final da década de 1920. O catalisador da expansão do crédito nos Estados Unidos em 1893 foi a adição de moedas de prata ao suprimento do país. Em 1907, o aumento no suprimento de crédito resultou do crescimento dos empréstimos pelas companhias *trust*. Nos anos anteriores e posteriores à Primeira Guerra Mundial, o desenvolvimento do padrão ouro levou a uma expansão na base de crédito internacional, e assim um volume maior de comércio internacional poderia ser financiado com o estoque existente de ouro monetário. O rápido aumento no crédito nos Estados Unidos na década de 1920 contribuiu para a ampliação brusca de proprietários de automóveis (os dramáticos aumentos no número de automóveis e outros bens de consumo duráveis levaram ao rápido crescimento na demanda por acordos de pagamento escalonados).

Depois da Segunda Guerra Mundial, o desenvolvimento de certificados de depósito negociáveis (CDs – Certificates of Deposit) contribuiu para a expansão do crédito. Na década de 1870, os bancos austríacos haviam desenvolvido um novo instrumento financeiro que pagava juros (o *Cassenscheine*). A expansão na demanda desses instrumentos levou a um aumento no suprimento de crédito e, portanto, a uma elevação nos gastos. Nas décadas de 1950 e 1960, os grandes bancos dos Estados Unidos adotaram a prática da gestão de passivos, e isso significava que o crescimento dos seus empréstimos não dependia mais dos aumentos em seus depósitos. Em vez disso, financiavam seus empréstimos tomando empréstimos no mercado monetário interbancário. A gestão de passivos permitiu aos bancos serem muito mais agressivos no gerenciamento do crédito.

Uma forma única da expansão do "crédito bancário" ocorreu no Kuwait entre 1977 e 1982, quando ações e imóveis eram comprados e vendidos na Kuwait Souk Al-Manakh (bolsa de valores) com cheques pré-datados. Por fim, o valor dos cheques em circulação cresceu para bilhões de dinares – quase US$ 100 bilhões. Os valores dos cheques pré-datados escritos pelos compradores das ações e imóveis eram muito, mas muito maiores do que seus depósitos bancários; assim, os vendedores das ações e imóveis aumentaram seus gastos quando sua riqueza aumentou. Eles esperavam que houvesse dinheiro nas contas bancárias dos devedores quando vencessem os prazos dos cheques que haviam recebido pela venda das ações e imóveis. Em julho de 1982, os cheques voltaram quando alguns vendedores de ações tentaram descontá-los nas datas devidas.[4]

Esses exemplos sugerem que a expansão do crédito é um desenvolvimento sistemático que vem prosseguindo por várias centenas de anos conforme os participantes dos mercados financeiros buscam reduzir os custos das transações e manter a liquidez e orçamentos monetários. A forma que cada evento assume pode parecer acidental – a substituição das letras de câmbio por prata nos pagamentos para a China, ou o desenvolvimento de depósitos no mercado das euromoedas porque tetos impediam os bancos dos Estados Unidos de aumentar as taxas de juros que poderiam pagar sobre depósitos em Nova York e em outras cidades do país. O desenvolvimento de novos instrumentos de crédito ocorre de modo episódico em resposta a mudanças nos acordos institucionais. A expansão monetária é sistemática e endógena, e não aleatória e exógena.

Verifica-se que o suprimento de moeda como meio de pagamento aumenta durante *booms* econômicos, e o estoque existente de moeda é usado com mais eficiência para financiar tanto expansões na atividade econômica quanto as compras de imóveis e títulos. Os esforços dos bancos centrais para limitar e controlar o crescimento da moeda foram contrabalançados em parte pelo desenvolvimento de novos e muito próximos substitutos para o dinheiro. Tais esforços têm uma longa história, incluindo o reinício dos pagamentos em espécie e o retorno para a convertibilidade das moedas nacionais para ouro depois do fim das guerras. A desmonetização das moedas metálicas menores – inicialmente o cobre foi substituído pela prata e, subsequentemente, o papel monetário da prata foi eclipsado pelo ouro – foi um esforço para se obter maior controle sobre o suprimento de moeda. Os bancos centrais queriam o monopólio da emissão de notas, o que restringiu e então eliminou o direito de bancos privados, nacionais e de capital aberto (corporativos) de emitir notas.

A legislação e o costume limitaram as quantias de dinheiro em depósito que poderiam ser emitidas contra as reservas primárias dos bancos, começando logo após do *Bank Act* de 1844 e prosseguindo com a aplicação pelo Sistema da Reserva Federal de requerimentos de reserva tanto em depósitos à vista como a prazo (como incorporado no *Federal Reserve Act* de 1913), e então sobre certificados de depósito e, posteriormente, sobre os empréstimos tomados por bancos dos Estados Unidos das suas filiais em centros financeiros estrangeiros, incluindo Londres. O processo não tem fim, é um esforço perpétuo. A história do dinheiro é de inovações contínuas para que o seu suprimento existente possa ser usado com mais eficácia e o desenvolvimento de seus substitutos próximos contornem os requerimentos regulatórios aplicados à sua criação.

O mercado de depósito de euromoedas teve um surto nos anos 1960 para contornar as regulamentações impostas sobre os bancos dos Estados Unidos pelo Banco Central dos Estados Unidos e pela Federal Deposit Insurance Corporation. Os depósitos em dólares norte-americanos produzidos pelas filiais dos bancos do país em Londres e outros centros estrangeiros não eram sujeitos a tetos nas taxas de juros, requerimentos de reservas e prêmios dos seguros sobre os depósitos. As empresas de corretagem dos Estados Unidos desenvolveram fundos do mercado monetário como substitutos próximos para os depósitos bancários nos anos 1970 e pagavam juros sobre eles (os depósitos não eram garantidos por nenhuma agência do governo – pelo menos não até a crise financeira na primavera de 2008).

No Brasil, houve uma expansão importante do crédito no início dos anos 2000: representava 22% do PIB e passou para mais de 50% em 2012. Esse crescimento se deveu a estabilização econômica dos anos 1990, queda da inflação, melhora das contas públicas e forte queda da taxa de juros real de 12% nos anos 1990 para menos de 3% depois da crise de 2008. O crédito aumentou tanto nos bancos públicos quanto privados, e foi direcionado para compra de veículos, imóveis e outros tipos de bens. O mercado imobiliário brasileiro beneficiou-se fortemente desse movimento e, de 2008 até 2012, o preço médio dos imóveis já havia aumentado no país em quase 150%. Só a história dirá se essa forte expansão do crédito no Brasil resultará ou não em uma bolha.

4.1 Escola monetária versus escola bancária

Uma característica da história da teoria monetária é o contínuo debate entre dois pontos de vista diferentes – a escola monetária e a escola bancária – sobre como gerenciar o crescimento do suprimento de dinheiro. Os proponentes da primeira advogavam um limite firme sobre a expansão do dinheiro para evitar a inflação. Os aderentes da segunda acreditavam que aumentos no suprimento de dinheiro não levariam à inflação enquanto correspondessem a elevações nas transações de negócios. A mesma distinção em ideologia e análise econômica separava a escola monetária rígida e os populistas dos anos 1890 – aqueles se preocupavam com a inflação, enquanto estes acreditavam que os preços não mudariam enquanto a atividade econômica crescesse. O debate entre esses dois pontos de vista de administração do crescimento no suprimento de dinheiro continuou por pelo menos trezentos anos.

A escola monetária queria uma regra simples que fixasse a taxa de crescimento do suprimento de dinheiro em 2, 4 ou 5%, assim como querem os monetaristas atuais.[5] A discussão de Viner sobre a controvérsia do século XIX é sucinta:

> A escola monetária tendia também a minimizar ou negar a importância do crédito bancário de formas diferentes de notas como fator que afeta os preços, ou, como no caso de Torrens, alegar que as flutuações nos depósitos eram governadas de perto pelas flutuações nas emissões de notas. Eles tinham também o desejo por uma regra simples e automática, mas não encontraram nenhuma para governar as operações gerais de crédito dos bancos. Eles também tinham objeções *laissez faire* a estender controles e regulamentações sobre o sistema bancário, e mais do que o absolutamente necessário.[6]

Nem a escola monetária nem a bancária prestaram muita atenção à expansão do crédito não bancário. O Banco de Amsterdã, fundado em 1609, emitiu notas contra depósitos de metais preciosos. De fato, essas notas eram recibos de depósito, e seus valores eram atrelados em proporção um-para-um com os depósitos do metal. Inicialmente, o Banco de Amsterdã não expandiu o crédito, mas posteriormente, no século XVIII, aumentou seus empréstimos no esforço de resgatar a Companhia das Índias Orientais Holandesas durante a quarta Guerra Anglo-Holandesa. O Banco de Amsterdã era também um *Wisselbank* onde as letras de câmbio (*Wissel* em holandês, *Wechsel* em alemão) eram pagas. Os mercadores mantinham depósitos no Banco de Amsterdã para pagar as notas apresentadas para desconto. Depósitos de metais preciosos permitiram ao Banco de Amsterdã obter *seignorage* – um tipo de lucro – quando produzia moedas e pagava uma baixa taxa de juros sobre os depósitos. Em 1614, a Municipalidade de Amsterdã estabeleceu um Banco de Empréstimos (*Huys van Leening*) que liberou os mercadores a estabelecerem seu próprio crédito com eficácia, mas não era um credor ativo.[7] Isso levou a uma expansão excessiva do Wisselruiti. Quando a cadeia de letras de câmbio quebrou em 1763 porque um dos mercadores não possuía dinheiro para pagar uma letra, o banco DeNeufville faliu.

O Riksbank sueco, fundado em 1668, tinha dois departamentos, um Banco de Câmbio criado à semelhança do Banco de Amsterdã (*Wisselbank*) e um Banco de Empréstimos (*Linebank*).[8] Esses dois departamentos anteciparam o que seria o Bank Act de 1844 na Grã-Bretanha, ou seja, um compromisso entre as duas escolas. O Departamento de Emissão forneceria notas bancárias contra depósitos de moeda, barras de ouro ou prata acima de uma emissão fiduciária que representava as participações do Banco da Inglaterra no débito do governo britânico, e o Departamento Bancário faria empréstimos e descontos até um múltiplo de suas reservas de notas bancárias que haviam sido produzidas pelo Departamento de Emissão. O estabelecimento deste foi uma vitória para a escola monetária, que havia criticado os empréstimos feitos pelo Banco da Inglaterra depois da suspensão do padrão ouro em 1797. (O Banco da Inglaterra defendeu-se dizendo que esses empréstimos não levaram a um aumento na taxa de inflação porque financiavam o comércio). Já a criação do Departamento Bancário representou uma vitória para aqueles que acreditavam que uma expansão do crédito ajudaria a financiar o impulso inicial nos primeiros estágios de uma recuperação econômica.

O ponto de vista adotado pela escola monetária, segundo o qual a expansão do crédito levaria finalmente à inflação, estava correto, bem como o ponto de vista da escola bancária, indicando que um aumento no fornecimento de crédito era necessário no início de uma expansão econômica. Para a escola monetária, os descontos deveriam ser limitados a aprovações relacionadas a transações comerciais reais; essa visão ficou conhecida como a “doutrina das notas reais”. Quanto maior o número de oportunidades de negócios, maior o escopo para descontos, e maior o aumento no suprimento de dinheiro e, consequentemente, maior a taxa de inflação. Aqui, a questão relevante para a política econômica é saber se é viável estabelecer por decreto um ponto de parada quando a expansão de crédito é iniciada, e se esse limite poderia ser estabelecido por uma regra automática.

A pergunta central seria: é mais fácil definir o que é dinheiro ou medir seu suprimento efetivo de dinheiro? Walter Bagehot escreveu “homens de negócios na Inglaterra não [...]

gostam da questão da moeda. Eles ficam confusos em definir exatamente o que é dinheiro: eles sabem como contar, mas não sabem o que contam".[9]

O fato é que sempre que as autoridades monetárias estabilizam ou controlam alguma quantidade de dinheiro (M), seja em volume absoluto ou a uma taxa de crescimento pré-determinada, mais dinheiro e substitutos "quase dinheiro" serão produzidos em períodos de euforia. Se a definição de dinheiro for fixa, considerando-se títulos líquidos designados, a euforia pode levar à "monetização" do crédito de uma forma além de qualquer definição. A velocidade do dinheiro (velocidade é definida ou como os gastos totais ou a receita nacional divididos pelo suprimento de dinheiro) irá aumentar mesmo se a quantidade definida do modo tradicional permanecer imutável. O debate estaria encerrado se o dinheiro fosse definido como M1, moeda mais depósitos à vista; M2, igual a M1 mais depósitos a prazo; M3, consistindo de M2 mais títulos governamentais de alta liquidez ou ainda alguma outra designação.

O processo parece não ter fim. Fixe qualquer M1 e, em *booms* econômicos, o mercado irá criar novas formas de dinheiro e substitutos para contornar o limite. Em 1959, a Comissão Radcliffe na Grã-Bretanha alegou que em uma economia desenvolvida existe "uma variedade indefinidamente ampla de instituições financeiras" e "muitos ativos de alta liquidez que são substitutos próximos para o dinheiro, igualmente bons para manter e inferiores somente quando chega o momento de um pagamento real". A comissão não usou o conceito de velocidade do dinheiro porque "não encontrava nenhuma razão para supor ou nenhuma experiência na história monetária para indicar que exista qualquer limite para a velocidade de circulação".[10] A comissão recomendou que um complexo de controles de uma grande variedade de instituições financeiras sejam desenvolvidos como substitutos para o controle tradicional do suprimento de dinheiro: "tal possibilidade não seria bem-vinda, exceto como último recurso, e não somente devido ao seu peso administrativo, mas porque o crescimento adicional de novas instituições financeiras permitiria que a situação continuasse a fugir do controle das autoridades".[11]

Os economistas têm debatido por mais de dois séculos quais os ativos que deveriam ser incluídos na categoria "dinheiro". Um ponto de vista indica que a definição mais apropriada é aquela que proporciona a correlação mais forte com as mudanças na atividade econômica. Medir a atividade econômica é relativamente simples. A identificação das variáveis monetárias que têm a maior correlação com a variável da atividade econômica pode mudar ao longo do tempo e ser diferente entre países. "Em linguagem comum, *moeda bancária significa notas bancárias em circulação* – 'papel-moeda'. Ainda assim alguns escritores incluem cheques e *notas promissórias*, se não também empréstimos e depósitos [destaques do original]" na sua medida de dinheiro.[12]

O debate foi resumido de modo claro por John Stuart Mill:

> O poder de compra de um indivíduo a qualquer momento não é medido pelo dinheiro que está realmente no seu bolso, não importando se com "dinheiro" queremos dizer metais ou incluir as notas bancárias. Ele consiste, em primeiro lugar, no dinheiro em sua posse e, em segundo, naquele que está em seu banco e todo o dinheiro devido a ele e pagável sob demanda. E terceiro lugar, [corresponde a] qualquer crédito que possa possuir.[13]

Uma solução possível seria incluir todos os seus ativos da medição do suprimento de dinheiro. Mas a questão teórica é aquela levantada por Mill – quanto crédito as famílias, empresas e governos comandam em um dado momento? As quantias certamente irão variar porque o acesso ao crédito depende da observação de certas condições, o que provavelmente será mais fácil em períodos de euforia do que em outros momentos.[14] Mas o analista quer saber, como Mill, qual o crédito que uma família, empresa ou governo seria capaz de comandar em um dado momento – e a quantia certamente terá variação pois, como visto, o acesso ao crédito depende de certas condições, e tanto as famílias quanto as empresas são mais capazes de satisfazer essas condições em períodos de euforia. Bancos e credores muitas vezes estenderam linhas de crédito para empresas e famílias, mas a quantidade de crédito disponível sob as linhas a cada momento pode solicitar que os devedores satisfaçam requerimentos específicos.

Considere o rápido crescimento dos depósitos em dólares norte-americanos em Londres e outros centros bancários estrangeiros nos anos 1960, 1970 e 1980, uma resposta aos aumentos das taxas de juros sobre esses depósitos em relação às taxas de juros sobre depósitos bancários em Nova York, Chicago e Los Angeles, sujeitos a tetos regulatórios. Os bancos que venderam esses depósitos no exterior usaram os fundos para fazer empréstimos em dólares norte-americanos para empresas, norte-americanas ou não, que poderiam ter sido feitos em um dos seus escritórios nos Estados Unidos. As empresas que tomaram empréstimos de fundos em dólares norte-americanos dos bancos estrangeiros em Londres tinham a mesma probabilidade de gastar esses fundos nos Estados Unidos se tivessem feito os empréstimos em Nova York ou outra cidade dos do país. Porém, os depósitos em dólares norte-americanos produzidos em Londres e outros centros bancários estrangeiros deveriam ser incluídos no suprimento de dinheiro dos Estados Unidos?

A linha de crédito por hipoteca de residência é uma inovação financeira recente. Bancos e outros credores oferecem empréstimos para proprietários de imóveis que podem ser iguais ao valor dos seus imóveis ou, em alguns casos, ligeiramente maiores (em um período anterior, os empréstimos que usavam um imóvel como garantia eram conhecidos como segundas hipotecas. Uma linha de crédito na qual se usa o imóvel como garantia representa empréstimos em potencial até que o proprietário defina um limite, enquanto a segunda hipoteca era um empréstimo real). A disponibilidade das linhas de crédito que usavam um imóvel como garantia significou para os proprietários a economia de suas reservas de dinheiro e substitutos. As famílias realizam gestão de passivos do mesmo tipo desenvolvido pelos bancos trinta e quarenta anos antes, e o aumento nessas linhas leva a níveis maiores de gastos com o mesmo suprimento de dinheiro.

O poder de compra da família não pode ser diretamente extrapolado para o país, uma vez que um crescimento no crédito dado a um indivíduo pode ou não ser subtraído dos créditos disponíveis para outros, dependendo das instituições bancárias e do escopo da euforia. É como um escritor disse sobre o crédito:

> Maravilhoso crédito! A fundação da sociedade moderna. Quem pode dizer que esta não é a idade da confiança mútua, da dependência ilimitada das promessas humanas? É uma condição peculiar da sociedade moderna que permite a todo um país reconhecer instantaneamente o ponto e significado da conhecida anedota de jornal que faz essa observação sobre o

especulador de terras e minas: “Não valia um centavo dois anos atrás, e agora eu devo dois milhões de dólares”.[15]

A base para essa generalização é o desenvolvimento histórico de substitutos próximos para o dinheiro que levam a aumentos no crédito e gastos totais. Considera-se somente as letras de câmbio, os fundos de curto prazo e o ouro em uma lista que também inclui notas bancárias, depósitos bancários, certificados de câmara de compensação, os passivos de bancos especializados (por exemplo, *banques d’affaires*, *Maklerbanken* ou *Baubanken*), os passivos de companhias *trust*, os CDs negociáveis, os depósitos em euromoedas, o crédito parcelado, os cartões de crédito e as contas de depósito à vista.

4.2 Qualidade do débito[16]

As agências de classificação do crédito foram criadas para classificar a qualidade da dívida dos devedores – empresas, governos e famílias. A taxonomia dos tipos de endividamento feita por Minsky usava uma distinção em três categorias baseadas na relação entre os fluxos de caixa para os devedores, advindos das suas atividades operacionais, e seus pagamentos de dívidas. A postura do tipo *hedge* ocorre quando o dinheiro das atividades operacionais da empresa é mais do que o necessário para os pagamentos programados das suas dívidas. “Finanças especulativas” ocorrem quando o dinheiro das atividades operacionais da empresa é suficiente para permitir que ela pague regularmente os juros sobre sua dívida. Entretanto, ela precisaria tomar empréstimos para pagar parte ou todo o principal dos empréstimos já existentes. Já as “finanças Ponzi” se verificam quando o capital das atividades operacionais da empresa não é suficiente para pagar regularmente os juros sobre a dívida. As empresas envolvidas nesse tipo de finanças precisam tomar empréstimos ou vender ativos a fim de obter o dinheiro para pagar os juros.[17] (Essa distinção entre finanças Ponzi e especulativas é comparável àquela usada na literatura sobre finanças públicas entre “balanço fiscal primário”, que envolve o relacionamento entre os impostos do governo e outras receitas, e seus pagamentos totais exceto juros. Um governo com déficit fiscal primário não consegue dinheiro suficiente com suas receitas fiscais para fazer todos os pagamentos de juros agendados.)

Minsky enfatizou a “qualidade” da dívida para medir a fragilidade da estrutura de crédito: os termos “especulativo” e “Ponzi” destacam essa fragilidade. A empresa que se enquadra nas “finanças Ponzi” pode não ser capaz de pagar regularmente os juros, salvo um “milagre”.[18] Um castelo de dívidas contratado para financiar empreendimentos arriscados é inerentemente instável. Os compradores de casas na Califórnia, Nevada e Arizona que usaram hipotecas *subprime* estavam apostando que o aumento dos preços das propriedades seria suficiente para que pudessem tomar empréstimos dando como garantia o valor das suas casas para obter dinheiro e pagar os juros – assim como seus credores acreditavam.

O modelo do capítulo anterior enfatiza que em períodos de euforia econômica a quantidade de dívida aumenta porque os credores e os investidores se tornam menos avessos ao risco e mais dispostos – ou menos indispostos – a fazer empréstimos que antes pareciam

muito arriscados. Durante desacelerações econômicas, muitas instituições experimentam aumentos mais lentos nas suas receitas do que haviam previsto, e, como resultado, algumas que estavam no grupo das finanças do tipo *hedge* são transferidas para o das finanças especulativas enquanto algumas empresas anteriormente no grupo das finanças especulativas vão para o grupo das "finanças Ponzi".

DREXEL BURNHAM LAMBERT, MICHAEL MILKEN E "TÍTULOS DE ALTO RISCO"

Uma das grandes inovações financeiras dos anos 1980 foi o desenvolvimento de "títulos de alto risco" ou *junk bonds* – títulos de empresas que não estavam classificadas por agências de risco. As taxas de juros sobre esses títulos eram geralmente três ou quatro pontos percentuais mais altas do que as taxas de juros sobre os títulos que haviam sido classificados como "grau de investimento". Muitos dos títulos de alto risco eram "anjos caídos" – emitidos pelas empresas quando suas condições econômicas eram mais favoráveis, e por isso elas recebiam uma classificação de crédito. Uma série de problemas levaria a uma redução da classificação de crédito e, finalmente, a uma menor classificação de investimento. Mais um problema e as agências classificadoras de crédito a considerariam empresa de não investimento ou especulativa.

Muitas instituições financeiras são proibidas pelas autoridades regulatórias de reter títulos que estejam abaixo da classificação de investimento, e quando bancos e empresas de seguros cruzam essa fronteira são obrigados a vender esses títulos – e, dessa forma, as taxas de juros desses títulos aumentam rapidamente.

O argumento para vender apontava que os compradores dos títulos de alto risco – ou melhor, um portfólio diferenciado desses títulos – recebiam um "almoço grátis",[19] porque a receita adicional dos juros seria mais que suficiente para cobrir as perdas quando um ou vários desses títulos expirassem devido à falência dos devedores.

Nas décadas de 1970 e 1980, o Drexel Burnham Lambert, até então um banco de investimentos, inovou quando começou a emitir títulos de alto risco, conhecidos nos círculos mais refinados como títulos de alto rendimento. O mentor dessa inovação foi Michael Milken. As empresas que emitiram esses títulos tinham que pagar altas taxas de juros para atrair compradores. Muitas emitiram títulos de alto risco para obter dinheiro a fim de financiar a aquisição de outras empresas. Muitas vezes, os executivos seniores procurariam vender todas as ações públicas da empresa. Assim, a empresa A poderia emitir títulos de alto rendimento para obter dinheiro e comprar a B antes que esta obtivesse o dinheiro para comprar a empresa A.

Esses são fatos indiscutíveis. O que se discute é a legalidade ou a ética de algumas das transações de Milken. Os críticos observam que muitas das empresas que compravam títulos de alto risco eram associações de poupança e empréstimos, e empresas de seguros. Os gerentes e proprietários haviam usado a Drexel como subscritora para levantar dinheiro a fim de controlar diversas empresas. As instituições de poupança cativas dependiam do depósito garantido pelo governo dos Estados Unidos. Elas ofereciam altas taxas de juros e usavam o dinheiro das vendas de depósitos para comprar os títulos de alto risco que Drexel havia subscrito.

Cerca de metade das empresas que emitiram títulos de alto risco por meio da Drexel Burnham Lambert foram à falência, e, como consequência, as instituições sofreram grandes perdas;[20] muitas das instituições que haviam proporcionado um mercado fácil para os títulos de alto rendimento faliram, com perdas de dezenas de bilhões para os contribuintes norte-americanos. Mas tudo aconteceu dentro da lei.

Em um livro com previsões a quem ninguém deu atenção, Henry Kaufman denunciou o aumento de todos os tipos de dívida – do consumidor, do governo, hipotecas e dívidas corporativas, incluindo títulos de alto risco. Kaufman argumentou que a qualidade da dívida caía conforme sua quantidade aumentava.[21] Felix Rohatyn, um distinto banqueiro de investimentos e chefe do escritório da Lazars Frères nos Estados Unidos, chamou o país de "cassino de títulos de alto risco".

Ainda assim, os proprietários dos títulos de alto risco ganhavam com taxas de juros muito mais altas que aquelas dos de títulos tradicionais – pelo menos por algum tempo.

Na desaceleração econômica do final da década de 1980 e início da década de 1990, muitas das empresas que emitiram títulos de alto risco foram à falência. Um novo conjunto de estudos mostrou que os proprietários dos títulos de alto risco perderam, em média, um terço do seu dinheiro, e que os três ou quatro pontos percentuais adicionais de receita anual dos juros deles eram insuficientes para compensar as perdas dos títulos não pagos.

O alto número de falências entre os emissores de títulos de alto risco foi consistente com a taxonomia de Minsky: muitos estariam no grupo especulativo ao serem emitidos inicialmente. Quando a economia dos Estados Unidos entrou em recessão, suas receitas em dinheiro declinaram e, dessa forma, os títulos mudariam para o grupo Ponzi. Um milagre

econômico seria necessário para evitar a falta de pagamentos.

Um almoço que custou muito caro.

4.3 Letras de câmbio

Letras de câmbio eram reivindicações de pagamento futuro escritas por um vendedor de mercadorias e também uma forma de financiar o comprador.[22] O vendedor dava um crédito de 90 ou 120 dias para os compradores, a fim de facilitar as vendas. Elas eram frequentemente descontadas nos bancos, que forneciam dinheiro para o portador das letras na forma de notas bancárias ou moeda e, depois, no século XIX, depósitos bancários. As letras de câmbio muitas vezes eram usadas diretamente em pagamentos. Quando o vendedor das mercadorias recebia uma do comprador, ele a transferia para outra pessoa como pagamento. Cada recipiente de uma letra adicionaria seu nome a ela, como endossamos um cheque. Algumas tinham cinco ou sete endossantes. "A letra agora era dinheiro." Ashton disse que mesmo se algumas das partes da cadeia de endossantes tivessem crédito duvidoso, a letra ainda circularia como se fosse uma nota bancária.[23] Na primeira metade do século XIX, algumas letras com valores baixos, como £ 10, circulavam com cinquenta ou sessenta nomes.

As práticas de pagamento eram diferentes. As notas bancárias não eram bem vistas em Lancashire, e no começo do século XIX, moedas e letras de câmbio eram os itens primários usados para pagamento.[24] Devido ao aumento no uso delas nos pagamentos, a circulação de notas do Banco da Inglaterra declinou £ 9 milhões durante a expansão econômica de 1952 a 1957, embora a demanda por dinheiro tivesse aumentado. Os depósitos de cinco bancos de Londres aumentaram de £ 18 milhões para £ 40 milhões. Entretanto, o volume médio de letras de câmbio em circulação aumentou de £ 66 milhões para £ 200 milhões, de acordo com as estimativas contemporâneas de Newmarch.[25]

Inicialmente, elas eram usadas em conexão com transações específicas, e o valor da letra correspondia ao valor exato da venda. Subsequentemente, o vínculo entre a venda de bens e a emissão de uma letra de câmbio foi relaxado. Em 1763, na Suécia, letras da *Carlos and Claes Grill* na Lindegren de Londres não podiam ser identificadas com cargas particulares, que muitas vezes eram enviadas em rápida sucessão, mas eram escritas quando a empresa precisava pagar seus credores.[26] Assim, o crédito de uma empresa ou indivíduo foi gradualmente separado das transações particulares, e a letra tornou-se "papel de acomodação" ou nota promissória – um bilhete que dizia "*eu devo a você...*".

Alguns economistas se opunham firmemente aos "títulos negociáveis" porque se acreditava que eles eram de qualidade inferior às letras comerciais, que se liquidavam sozinhas, já que havia menos garantia de que as empresas emissoras teriam dinheiro para pagar os portadores quando as letras vencessem.[27] Entretanto, em um período de queda de preços, os méritos das letras comerciais de maior qualidade foram exagerados, pois os compradores das mercadorias poderiam não ter dinheiro para cumprir suas obrigações por não serem capazes de vender as mercadorias com lucro.[28] A razão entre o débito e a receita ou

riqueza do devedor é uma medida mais significativa da qualidade do crédito.

A carta de crédito, como disse Franklin:

> é considerada muito conveniente nos negócios porque contêm um grande valor mais facilmente, são mais fáceis de carregar, ocupam menos espaço e, portanto, são mais seguras para viagem ou armazenamento; [são, portanto] muito valorizadas por muitos outros motivos. Os bancos são os grandes Caixeiros Gerais de todos os cavalheiros, mercadores e comerciantes (...) Isso dá às notas um crédito. Assim, na *Inglaterra*, elas nunca, nunca valem menos do que o dinheiro, e em *Veneza* e *Amsterdã* elas geralmente valem mais.[29]

A declaração de que na Grã-Bretanha as letras “nunca valiam menos do que dinheiro” é otimista, mas a eficiência das letras quando estas são tão boas quanto o dinheiro é clara. Durante a primeira metade do século XIX, havia um debate contínuo sobre se as letras de câmbio eram “dinheiro”, “meios de pagamento” ou “poder de compra”. Os membros da Escola Monetária concordavam que somente o suprimento de notas bancárias precisava ser controlado e que não era necessário controlar ou limitar a quantidade de letras de câmbio e de depósitos bancários.[30]

Era provável que surgissem problemas quando a razão entre a dívida representada pelo valor das letras de câmbio emitidas por um devedor se tornava grande em comparação à sua riqueza, o que acontecia muitas vezes em períodos de euforia. O uso delas em cadeias era infeccioso. Descrito por Adam Smith como uma prática normal de negócios, ela poderia facilmente ser exagerada.[31] “A” cobra de “B”, “B” de “C”, “C” de “D” e assim por diante, o que aumenta o suprimento de crédito. O problema dessas notas de crédito, de acordo com Hawtrey, era o “seu uso para construção de estoque de capital fixo quando o suprimento necessário de poupança confiável de longo prazo não podia ser obtido do mercado de investimentos”. Hawtrey alegou que se abusou do sistema particularmente na crise de 1866 em Londres e na crise de 1907 em Nova York.[32] Cada endossante da letra era responsável pelo pagamento total, e o fracasso espetacular do DeNeufvilles de Amsterdã em 1763 foi percebido, o que produziu pânicos em Hamburgo, Berlim e, em menor grau, Londres e Amsterdã, porque uma cadeia particularmente impressionante de letras foi descoberta. Se um banco na cadeia de bancos que a haviam endossado falisse, a cadeia entraria em colapso e poderia derrubar bons nomes, inclusive os que contavam com uma relação relativamente baixa entre dívidas e capital, além daqueles com taxas muito maiores. Os títulos negociáveis permitiam que mesmo negociantes com capital limitado tomassem grandes empréstimos em dinheiro, e esses empréstimos de curto prazo se tornaram de longo prazo porque muitas vezes eram prorrogados quando venciam. Durante o período em que o padrão ouro foi suspenso no início do século XIX, não havia necessidade de preocupação com os impactos da expansão do crédito sobre o valor da libra. *Sir* Francis Baring conhecia balconistas com menos de £ 100 de patrimônio que podiam obter créditos de £ 5.000 a £ 10.000. O “frenesi da especulação” durante esse período influenciou muito a escola monetária.[33] Em 1857, John Ball, um contador de Londres, disse conhecer empresas com capital de menos de £ 10.000 e dívidas de £ 900.000, afirmando que esse era um bom exemplo.[34] Em Hamburgo, durante o mesmo *boom*, Schäffle declarou que um homem tinha capital de £ 100 e £ 400.000 em dívidas pendentes.[35]

A Long-Term Capital Management tomou emprestados mais de US$ 125 bilhões; seu

capital era de US$ 5 bilhões. Sua taxa de alavancagem, de 25 para 1, era muito mais alta do que as taxas da maioria dos demais fundos de *hedge*, que geralmente tinham taxas de menos de 10 para 1. Entretanto, no século XVIII, muitas empresas, de acordo com Wirth, alavancaram dez a vinte vezes seu capital durante o *boom* de 1763.[36] A Lehman Brothers tinha capital de 3% nos anos anteriores ao colapso – e tendia a transferir alguns dos seus ativos para afiliadas no fim de cada mês para reduzir suas taxas de alavancagem.

Cartas de crédito ou negociáveis poderiam levar a uma expansão excessiva do crédito. De tempos em tempos, nomes fictícios eram introduzidos à cadeia para que elas parecessem mais dignas de crédito. Além disso, tais letras eram escritas sem valores "redondos", para sugerir que eram lastreados por uma transação comercial. Às vezes haviam declarações (feitas, por exemplo, pelos bancos alemães sacando em bancos holandeses ou norte-americanos, após o fim dos empréstimos norte-americanos) de que os bancos sabiam que se tratava de papéis financeiros disfarçados de letras comerciais.[37]

4.4 Securitização

A securitização contribuiu para a bolha imobiliária nos Estados Unidos entre 2002 e 2006. Os bancos de investimentos criaram novos títulos financeiros baseados em ativos (Asset Backed Securities – ABS) que tinham direitos sobre os juros e o principal dos títulos com atributos similares aos que haviam sido colocados em *trustes*.

Hipotecas, dívidas de cartão de crédito e empréstimos estudantis foram securitizados. Títulos baseados em hipotecas (Mortgage Backed Securities – MBS) eram um tipo de ABS. Eles eram muito mais líquidos do que hipotecas individuais e, além disso, proporcionavam um modo para as empresas diversificarem os riscos de crédito atrelados a hipotecas individuais. Devido a essas vantagens, o suprimento de crédito para hipotecas era muito maior.

4.5 *Call Money*

A expansão do uso do *call money* foi importante antes da quebra de 1882 na França, uma clássica mania financiada por *call money*, ou dinheiro emprestado pelos bancos para os corretores de ações "sob demanda", ou seja, por um dia (*reports*, em francês).[38] Os corretores usariam o dinheiro para financiar seu portfólio de ações, prevendo que seriam capazes de renovar os empréstimos dia após dia.

A Union Générale foi um banco fundado por Eugène Bontoux, um engenheiro que trabalhava com Rothschild mas depois iniciou suas próprias operações rivais na Áustria, Sérvia e sul da Europa. Uma Union Générale anterior, fundada em 1875, não obteve sucesso. Bountoux iniciou sua Union Générale em 1878, em Paris, já que a França estava entrando em um *boom* baseado na expansão das ferrovias e na construção do Canal de Suez. Teve seu pico

em dezembro de 1881, e a quebra ocorreu no mês seguinte. O interesse de Bouvier era saber se Bontoux, um católico, faliu devido a seus erros como provedor de empréstimos ou se foi "pego" por uma conspiração de banqueiros judeus e protestantes que se ressentiram de um intruso. A conclusão de Bouvier foi um veredicto bastante escocês: "não ficou provado".

A Union Générale de Bontoux foi inicialmente capitalizada em 25 milhões de francos, valor que aumentou no outono de 1879 para 50 milhões e cresceu novamente em janeiro de 1881, indo para 100 milhões de francos. Em um terceiro aumento, planejado para janeiro de 1882, o capital teria ido para 150 milhões de francos. Somente um quarto do capital foi pago;[39] a cada aumento de capital, os investidores tinham que pagar um prêmio acima do valor nominal de 500 francos para as reservas do banco em resposta ao aumento do preço de mercado das ações. Esses prêmios eram de 20, 175 e 250 francos, respectivamente. As ações eram registradas nos nomes dos compradores, embora eles ainda tivessem três quartos do valor nominal das compras de ações. Mesmo assim, cerca de metade das 200 mil ações originais flutuavam no mercado.

A negociação de títulos era conduzida por meio de acordos quinzenais em Paris e Lyon. Um comprador pagaria 10% de entrada, financiaria 90% de um *agent de change* ou corretor que, por sua vez, tomaria o dinheiro emprestado no mercado de *call money*. O dinheiro era então investido em *reports* dos bancos, por *caisses* especiais (fundos criados especialmente por bancos e outros investidores para esse mercado) e por indivíduos. Além disso, um banco e um *caisse* poderiam favorecer corretores especializados no comércio de uma ação em particular. Assim, bancos como o Union Générale e o Banque de Lyon et de La Loire – sem mencionar três ou quatro menos bem-sucedidos e menos espetaculares criados durante o *boom* – poderiam suportar indiretamente suas próprias ações. Quando as mudanças nos preços das ações eram modestas, os especuladores conseguiam pequenos ganhos e perdas, e os corretores normalmente pagavam ou recebiam muito pouco dinheiro. Se os preços das ações aumentassem, alguns especuladores tirariam dinheiro do mercado. Então, mais capital precisaria ser investido. Suponha que um especulador comprou uma ação por 100 francos, pagou 10 adiantados e tomou 90 emprestados. Se vendesse a ação por 110 e sacasse seus 20 francos, 11 dos 20 sacados do mercado viriam de um novo especulador, e 9 francos constituiriam um novo *report*, emprestado do mercado sob demanda. Conforme os preços das ações aumentassem, as taxas de juros sobre o *call money* (*taux aus reports*) aumentariam para atrair dinheiro novo. A taxa de juros sobre o *call money* aumentou de 4 a 5% no final de 1880 para 8 a 10% no segundo trimestre de 1881, atingindo um pico de 12% no último trimestre de 1881.[40]

Quando os preços caíram, os especuladores precisaram de mais dinheiro para cumprir seus requerimentos de margem. Se o especulador comprasse uma ação a 100 francos (novamente com 10 e 90 francos em *reports*) e o preço da ação caísse para 90 francos, deveria fornecer mais 9 para atender ao requerimento de margem de 10 francos. Se o especulador teve alavancagem total antes e não atendeu a margem, o corretor venderia as ações do especulador. Por fim, caso o preço caísse abaixo de 90 francos, o corretor, banco ou indivíduo que fez o empréstimo perderia dinheiro. As ações da Union Générale subiram de 1.250, em março de 1881, para um pico de 3.040 francos em 14 de dezembro, à medida que a

mania ganhava velocidade. Depois, seguiu-se um período problemático, com cotações de 2.950 francos em 10 de janeiro de 1882 e 2.800, em 16 de janeiro. Em 19 de janeiro, o preço caiu para 1.300 francos. Faltavam 18 milhões de francos para os corretores naquele dia, já que os especuladores não podiam fornecer o dinheiro necessário para atender os requerimentos de margem, e 33 milhões quando chegou a liquidação de fim de mês em 31 de janeiro.[41]

O colapso do Banque de Lyon et de La Loire foi mais espetacular quando o preço das ações foi de um pico de 1.765, em 17 de dezembro de 1881, a 1.550 francos em 28 de dezembro (o banco ainda suportava suas próprias ações), para 1.040, em 4 de janeiro de 1882, a 650 em 10 de janeiro e, finalmente, 400 francos em 19 de janeiro, um dia depois de fechar as portas.[42] O sinal do colapso foi a aprovação dada a Bontoux para abrir um Banque de Crédit Maritime em Trieste, o que foi anunciado em 4 de janeiro de 1882.[43]

Investidores com perdas nas suas ações do Banque de Lyon et de La Loire venderam suas ações da Union Générale. A combinação de especulação muito alavancada e de um mecanismo de crédito que dependia do crédito bancário e pessoal circulou pelo mercado de empréstimos de curto prazo e espalhou o colapso pelos bancos, *caisses*, corretores, indivíduos e empresas em poucos dias. A atividade econômica foi afetada negativamente antes do colapso do mercado de ações, mas não por causa da mudança no suprimento de dinheiro, e sim porque no pico da febre o mundo dos negócios de Lyons se voltou para a especulação na Union Générale: "mercadores de seda, fabricantes de tecidos, industrialistas, artesãos, mercadores de produtos secos, donos de merceeiros, açougueiros, pessoas com rendas fixas, faxineiros, sapateiros"; "muito capital foi desviado de negócios regulares para o mercado de ações, tanto em títulos quanto em *call money*".[44]

Algumas das características da quebra do mercado de ações dos Estados Unidos em 1929 foram similares àquelas do colapso dos bancos franceses quase cinquenta anos antes: houve uma preocupação com a especulação e um declínio na atividade econômica quando os preços das ações dispararam; mais dinheiro era necessário para suportar o alto nível dos preços das ações, e menos capital estava disponível para as atividades econômicas. Outra similaridade: quando os preços das ações dispararam, os empréstimos de "todos os outros" que não fossem os bancos de Nova York e de fora de Nova York aumentaram pouco menos de US$ 2 bilhões no final de 1926 para quase US$ 4 bilhões dois anos depois, e para mais de US$ 6,6 bilhões em outubro de 1929. A margem de crédito era extensa. Empresas de corretagem podiam exigir que os compradores de ações pagassem 10% adiantado. Os 90% restantes eram emprestados. Enquanto isso, os empréstimos dos corretores dos bancos de Nova York caíram de US$ 1,6 bilhões depois de atingirem o máximo no final de 1928 para US$ 1,1 bilhões em 4 de outubro de 1929.[45]

Com a quebra, "todos os outros" e os bancos fora de Nova York tomaram fundos do mercado. Eles temiam que a Bolsa de Valores pudesse ser fechada como havia ocorrido em 1873, o que congelaria seus empréstimos diários.[46] Nesse estágio, os bancos de Nova York aumentaram ligeiramente os empréstimos dos seus corretores. De modo similar, em 1882, um consórcio de bancos parisienses liderado pelo Banque de Paris et des Pays-Bas (Paribas) adiantou 18 milhões de francos em cinco empréstimos diretamente para a Union Générale,

enquanto outro grupo, liderado pelo banco Rothschild, emprestou 80 milhões de francos para a empresa de corretores para que eles aguentassem até o ajuste de contas de janeiro e dar-lhes tempo para resolver seus acordos de pagamentos. Nas duas crises, muitos corretores, clientes e banqueiros (estes, em 1882) e seus *caisses* foram à falência. Os bancos do mercado monetário facilitaram o ajuste, mas, na Paris de 1882, não salvaram a Union Générale.

Nos Estados Unidos dos anos 1930, a compra de ações com margem era controlada por uma regulamentação do Banco Central dos Estados Unidos, que fixou os requerimentos de margem em 50%, regulamentação que as instituições financeiras eram capazes de contornar. Ela se aplicava às negociações organizadas de ações, incluindo a Bolsa de Valores de Nova York, mas não a Chicago Mercantile Exchange, que negociava em índices futuros das ações das S&P 500 (Standard and Poor's), em que o requerimento de margem era de 10% sobre o valor das posições nos contratos futuros. Arbitradores vincularam os preços em dois mercados, e assim, na prática, eram um único mercado. Um investidor que comprasse um contrato de futuros da S&P 500 em Chicago com uma margem de 10% estaria na verdade comprando ações em Nova York com esta margem. Conforme o preço dos contratos futuros aumentasse em Chicago, os arbitradores venderiam os contratos futuros e, ao mesmo tempo, comprariam uma cesta representativa de ações das empresas que dominassem o índice.

No final do colapso de 19 de outubro de 1987, houve algum apoio à ideia de regulamentar os mercados de Chicago e Nova York por uma única agência – o Conselho do Banco Central dos Estados Unidos ou a Comissão de Títulos e Valores – e tornar mais severas as regulamentações de margem nos mercados futuros, além de alguns que queriam acabar totalmente com eles.

4.6 O padrão ouro

Um terceiro exemplo da expansão do crédito sobre uma base monetária fixa é representada pelo padrão ouro, que envolvia as reservas dos bancos centrais de ativos líquidos com denominação em libras inglesas ou dólares norte-americanos. Essa prática começou antes da Primeira Guerra Mundial, embora às vezes se considere que ela se baseou nas recomendações da Conferência de Gênova de 1922 e da Delegação Ouro da Liga das Nações. Essa inovação foi firmemente apoiada pelo Governador Montagu Norman, do Banco da Inglaterra, que buscava aumentar as reservas estrangeiras de títulos em libras inglesas para aliviar a balança de pagamentos da Grã-Bretanha e especialmente suas modestas reservas de ouro.[47] O *boom* nos empréstimos mundiais em 1913-1914 foi financiado por aumentos nas reservas do banco central de títulos com denominações em libras britânicas, francos franceses e marcos alemães.

Assim como é mais barato usar notas monetárias e letras de câmbio em vez de moedas nos pagamentos, a propriedade de títulos de um país com grande mercado de capital é preferível e domina o uso de reservas de ouro monetário enquanto as condições financeiras forem estáveis. Esses ativos são mais fáceis de usar em transações, não precisam ser transportados, protegidos e analisados, além de serem úteis diretamente, sem necessidade de conversão para

a moeda nacional. Um país pode aumentar suas reservas de ativos de reservas internacionais vendendo títulos em Londres ou Nova York e então usar as receitas em dinheiro para comprar títulos de curto prazo com denominação em libras inglesas ou dólares norte-americanos. Como as autoridades monetárias inglesas ou norte-americanas provavelmente não irão considerar o crescimento nas reservas estrangeiras de títulos líquidos com denominações em suas moedas razão suficiente para contrair sua própria estrutura de crédito, essas transações levam a uma expansão ele.

Os empréstimos internacionais sobre o padrão ouro podem ter o seu mesmo caráter instável. Antes de tomarem empréstimos em dinheiro estrangeiro para usar como reservas para a expansão monetária doméstica, os países tomavam-no em ouro. Durante o século XIX, as empresas e governos estaduais dos Estados Unidos tomavam empréstimos em Londres durante acelerações econômicas, tanto para financiar as importações quanto para aumentar o lastro em ouro de seu sistema bancário. As transações em ouro ajudaram com a transferência de bens e serviços. Empréstimos em ouro permitiam aos tomadores expandir o crédito sem induzir contrações de crédito nos países fornecedores.[48]

4.7 A instabilidade do crédito e a Grande Depressão

A ideia de que as manias e quebras são resultado da instabilidade no suprimento de crédito é antiga. Alvin Hansen, escrevendo sobre ciclos de negócios, discutiu esse ponto de vista em uma pesquisa sobre "conceitos iniciais" e em um capítulo sobre os economistas de meados do século XIX (como John Stuart Mill e Alfred Marshall) intitulado Confidence and Credit (Confiança e Crédito).[49] Hansen acreditava que esses pontos de vista se tornaram obsoletos porque negligenciavam as decisões de investimento e poupança das grandes empresas; talvez fosse verdade. Mas teorias que atacam a importância da instabilidade do crédito persistiram até o século XX. Hawtrey era, no fundo, um economista clássico, assim como A. C. Pigou, cujo livro *Industrial Fluctuations* (1927) tinha um capítulo que tratava dos pânicos.[50] O paradoxo é que o papel da instabilidade do crédito começou a ser negligenciado aproximadamente na mesma época da Grande Depressão da década de 1930.

A visão monetarista da Grande Depressão é baseada em uma obra monumental de Milton Friedman e Anna Schwartz. Eles defenderam que o forte declínio na atividade econômica na primeira metade dos anos 1930 foi resultado de erros da política do Banco Central dos Estados Unidos e se concentraram no declínio do suprimento de dinheiro de agosto de 1929 a março de 1933. Sempre que a questão era o início da depressão, os autores observavam que o suprimento de dinheiro não aumentou em 1928 e 1929 e caiu 2,6% de agosto de 1929 a outubro de 1930 quando deveria ter aumentado para compensar a fraqueza da economia. Friedman e Schwartz defenderam que a quebra do mercado de ações em outubro de 1929 teve pouco ou nada a ver com a intensidade do declínio na saída. Argumentaram também que a depressão foi consequência das políticas domésticas dos Estados Unidos, e teve somente uma conexão tangencial com movimentos internacionais de capital, mudanças nos valores das

moedas e deflação no exterior.[51] Sua visão da depressão foi sustentada nos Estados Unidos por um longo período.[52]

Peter Temin desafiou esta visão monetarista com um ponto de vista keynesiano. Ele se perguntou se o declínio dos gastos foi resultado de uma queda no suprimento de dinheiro ou se ocorreu o inverso. Temin usou econometria sofisticada para escolher entre esses dois pontos de vista, e grande parte de seus argumentos se concentrava na parcela do consumo real que se desviou das previsões baseadas nos relacionamentos entre consumo, renda, riqueza e variáveis similares que deveriam ser especificadas para prever uma tendência "normal" de consumo. Além disso, examinou o relacionamento entre o momento das mudanças no suprimento de dinheiro e as mudanças nas taxas de juros. Assim, considerou que se os aumentos nos gastos precedessem a ampliação no suprimento de dinheiro, as taxas de juros poderiam ter elevado, e se o aumento no suprimento de dinheiro precedesse o crescimento nos gastos, as taxas de juros poderiam ser reduzidas. Como elas caíram rapidamente depois da quebra de 1929 (exceto pelas taxas de juros sobre títulos de alto risco, que aumentaram devido à maior preocupação com o risco da falta de pagamento), Temin concluiu que o declínio nos gastos precedeu a redução no suprimento de dinheiro. O autor examinou também as mudanças nos saldos de dinheiro real (o suprimento nominal de dinheiro ajustado pelas mudanças no nível de preços para o consumidor) e concluiu que os saldos reais aumentaram entre 1929 e 1931 entre 1 e 18%, dependendo da escolha entre M1 e M2 e entre um deflator de preços por atacado ou um deflator de preços para o consumidor. As médias anuais amorteceram mais o movimento; com base nos valores mensais, fazendo a média de M1 e M2 expressos como porcentagens ou valores relativos de um ano base dos dois índices de preços, obtém-se que o suprimento de dinheiro aumenta 5% entre agosto de 1929 e agosto de 1931, considerando-se as influências sazonais minimizadas. Temin concluiu que não havia evidências de que as mudanças no suprimento de dinheiro entre a quebra do mercado de ações e o abandono do padrão ouro pela Grã-Bretanha em setembro de 1931 tivessem causado a Depressão.[53]

A análise de Temin não a explicava, embora fosse um grande desafio à visão monetarista. Um analista alegou que a quebra do mercado de ações levou os bancos a racionar o crédito para os tomadores de empréstimos, e assim teve início a Depressão sem que houvesse redução do suprimento de dinheiro.[54] Outro sugeriu que o forte declínio nos preços das ações reduziu a riqueza nominal e os gastos familiares. A suposição implícita era de que o declínio no consumo se seguiu ao declínio no valor real da riqueza.[55]

Esses argumentos ignoram a velocidade do declínio na produção industrial em 1929, que começou quatro ou cinco meses antes da quebra do mercado de ações. A produção industrial caiu de 127 em junho para 122 em setembro, 117 em outubro, 106 em novembro e 99 em dezembro. A produção de automóveis caiu de 660.000 unidades em março de 1929 para 440.000 em agosto, 319.000 em outubro e 92.500 em dezembro. Essas quedas são muito grandes para serem explicadas por alterações no suprimento de dinheiro.

Contudo, são mais bem explicadas pela instabilidade no suprimento de crédito. Quando os preços das ações aumentaram nos primeiros dez meses de 1929, os fundos foram canalizados do consumo e produção para o mercado de *call money*, cujo volume era de US$ 6,4 bilhões no

final de dezembro de 1928 e aumentou para US$ 8,5 bilhões no início de outubro de 1929. Além disso, em um primeiro momento, os bancos de Nova York e depois os bancos sediados em outras cidades dos Estados Unidos tornaram-se financiadores mais cuidadosos para os participantes do mercado de ações e outros tomadores de empréstimos. Quando o mercado de ações quebrou, o sistema de crédito subitamente congelou, e os empréstimos para financiar importações caíram rapidamente, em parte devido ao forte declínio nos preços dos importados.

O debate entre os monetaristas e os keynesianos ignora a instabilidade do crédito, a fragilidade do sistema bancário e os impactos negativos sobre a produção e preços na época em que o sistema de crédito paralisou, pois as quedas nos preços de muitas *commodities* e bens fizeram muitos tomadores de empréstimos não pagarem suas dívidas – o que explica os eventos nos estágios iniciais da Depressão de 1929. Essa visão foi bastante ignorada, exceto por Minsky e Henry Simons, o economista de Chicago cuja opinião era a de que a Grande Depressão foi causada por queda na confiança nos negócios, a qual, por sua vez, mediante um sistema de crédito instável, levou a alterações na liquidez e efeitos consequentes sobre o suprimento de dinheiro.[56]

Os pontos de vista de Simons foram apresentados em *Economic Policy for a Free Society*,[57] escritos depois da Segunda Guerra Mundial sob forte influência da Depressão dos anos 1930. Ele recomendou uma reserva monetária de 100% contra depósitos bancários para impedir alterações nos depósitos vindos de mudanças na disposição do público em manter dinheiro liquido e indicou um esforço vigoroso para extinguir a variabilidade do crédito em outras partes do sistema. Simons também propôs restrições sobre o crédito livre e empréstimos parcelados além da limitação da dívida do governo em dinheiro que não gerasse juros em uma extremidade do espectro e censurou o débito de prazo muito longo (idealmente, obrigações perpétuas) na outra. Ele defendia um sistema no qual toda a riqueza financeira seria mantida em forma igualitária, sem contratos em dinheiro fixo, para que somente os bancos pudessem criar substitutos efetivos para o dinheiro, e para isso considerou o temperamento especulativo da comunidade e a facilidade com a qual empréstimos bancários de curto prazo tornavam a sociedade vulnerável a mudanças na confiança nos negócios.

As recomendações de Simons para limitar o caráter do dinheiro e dos ativos financeiros eram muito diferentes da propensão liberal de Friedman em deixar que as forças do mercado determinassem a demanda e a oferta de diferentes tipos de títulos financeiros.[58] Friedman tinha confiança de que o controle do crescimento do suprimento de dinheiro poderia impedir os principais ciclos de negócio, e que não era necessário temer que o mecanismo do crédito não fosse estável. Mesmo se as propostas positivas de Simons fossem desejáveis (e há grandes dúvidas sobre isso), elas são utópicas e, portanto, não são práticas. Mesmo assim, o diagnóstico dele sobre o sistema tender na direção de empréstimos de curto prazo instáveis e do repagamento acertou no alvo.

Nas últimas décadas, vindo da escola neoaustríaca, destacou-se outro ponto de vista sobre as relações do dinheiro e dos bancos com a estabilidade econômica, que pretende desregular inteiramente o dinheiro e os bancos. Esse grupo, liderado por Friedrich Hayek na Grã-Bretanha; Roland Vaubel na Alemanha e Richard Timberlake, Leland Yeager, Lawrence White

e George Selgin nos Estados Unidos, busca abolir as políticas monetárias ativas. Qualquer banco, empresa ou pessoa seria autorizado a emitir "dinheiro". Esses analistas acreditam que as forças do mercado determinariam a emissão de bom dinheiro pelas empresas. Cada um delas concorreria para garantir que seu dinheiro fosse aceito, e então o bom capital iria eliminar o ruim. White defende essa posição com base na experiência dos bancos escoceses, desregulamentados entre a falência do Ayr Bank, em 1772, e o Bank Act de 1845, que aplicou o Bank Act de 1844 à Escócia.[59]

Durante esse período, os bancos comerciais líderes acumularam as notas de bancos menores e estavam prontos para convertê-las em espécie se achassem que o suprimento de notas monetárias emitidas por um banco estivesse aumentando muito rapidamente. Os grandes bancos atuaram como controladores informais do suprimento de dinheiro. Mas diversas experiências históricas – os bancos nacionais da Inglaterra de 1745 a 1835, os "selvagens" em Michigan nos anos 1830 e as mais recentes experiências de desregulamentação bancária na América Latina e leste da Ásia não corroboram a visão de que "o bom dinheiro elimina o dinheiro ruim".

A inflação global dos anos 1970 foi resultado de uma combinação das políticas monetárias expansivas dos Estados Unidos, da Europa e do Japão, quando o grande balanço de pagamentos excedentes desse grupo levou a um rápido crescimento nos seus ativos de reservas internacionais, que aumentaram em meados dos anos 1990 e no final daquela década.[60]

Três anos depois, um economista francês, Pascal Blanqué, escreveu sobre uma bolha de crédito nos Estados Unidos.[61] Com uma visão similar, Graciela Kaminsky e Carmem Reinhart culparam países estrangeiros por imprimir dinheiro e os Estados Unidos por manter um déficit permanente na balança de pagamentos.[62]

A questão central é saber se um banco central deve restringir a instabilidade do crédito e desacelerar a especulação para evitar sua perigosa extensão. Se as autoridades monetárias definirem algum substituto para o suprimento de dinheiro ou para a liquidez, ou *se* elas se concentrarem diretamente na taxa de juros, a ascensão e queda da crise podem ser moderadas ou completamente eliminadas? Não há um modo de determinar, antecipadamente, se a política de um banco central em manter o suprimento de dinheiro constante, limitar a liquidez do mercado monetário ou elevar a taxa de desconto ao primeiro sinal de especulação eufórica impediria as manias que levam às crises. Os economistas não podem conduzir experimentos cuidadosamente controlados. Mesmo assim, o peso das evidências históricas favorece o ponto de vista de que uma política monetária um pouco diferente poderia ter moderado os *booms,* mesmo que não os tivessem eliminado completamente.

O Banco da Inglaterra foi atacado severamente por sua cegueira em relação a uma crise que se aproximava em 1839 e por não ter elevado as taxas de juros mais cedo. A visão geral é de que essa postura do Banco foi a causa imediata do Bank Act de 1844.[63] No início dos anos 1850, o excesso de ouro levou a declínios nas taxas de juros em 1852 e 1853. Depois disso, elas aumentaram, embora não o suficiente para impedir a grave crise de 1857.[64] O número de letras de câmbio em circulação continuou crescendo conforme a taxa de desconto subia, e

declinava quando ela caia, em vez de responder a mudanças na política na direção oposta. A especulação baseada na criação de títulos parecia ter sido inibida pelos aumentos nas taxas de descontos.[65] Uma proposta no início de 1850 indicava que o Banco da Inglaterra deveria variar sua taxa de desconto conforme oscilassem suas reservas para que o público tivesse uma ideia clara do que esperar – uma sugestão que Elmer Wood disse partir daqueles que não mostravam conhecimento algum sobre o que faz o Banco da Inglaterra[66], o qual, em 1863 e 1864, elevou duas vezes a taxa de juros para 9%, o que talvez tenha atrasado, mas não impedido a quebra de 1866; a liquidação foi completada na França em 1864. Houve na Inglaterra duas "limpezas" do mercado naquele ano, mas a deflação principal foi adiada.[67] Em julho de 1869, o Banco Nacional da Áustria-Hungria elevou as taxas de juros, mas o aumento veio tarde demais para impedir uma quebra na primavera de 1869, no que foi um pálido predecessor da Grande Quebra de 1873 em Viena.[68] O Banco da Inglaterra elevou sua taxa de desconto novamente em 1872, embora Wirth tenha dito que ela era muito baixa.[69] De modo similar, no mesmo momento e com a exata ausência de resultados (a menos que tenha precipitado a crise), o Banco da Reserva Federal de Nova York elevou sua taxa de desconto de 5 para 6% em 9 de agosto de 1929.

No pânico de 1907, a expansão preparatória envolveu Nova York e seu empréstimo de quantias desconhecidas de bancos de fora da cidade, juntamente com Londres e seus grandes empréstimos dos bancos de Nova York – uma combinação de dois dos métodos de expansão discutidos anteriormente, se igualarmos bancos de fora da de Nova York fazendo empréstimos na cidade ao padrão ouro. Como os Estados Unidos não tinham um banco central, não era possível tomar ações discricionárias para mudar as taxas de juros, e os empréstimos norte-americanos levaram a exportações de ouro de Londres e a aumentos nas taxas de juros. O Banco da Inglaterra então informou ao mercado que aceitar mais títulos financeiros norte-americanos era uma ameaça à estabilidade e algo que deveria ser evitado.[70]

Isso desacelerou o *boom*, mas não impediu o "pânico do homem rico" de março de 1907 e o total de outubro.

Se os bancos centrais fossem oniscientes e onipotentes, poderiam administrar as taxas de juros e requerimentos de reserva para estabilizar o sistema de crédito. Assim, seriam capazes de corrigir a instabilidade no suprimento implícita à infinita expansibilidade do crédito. Mas não "há limitações positivas à expansão do crédito pessoal".[71]

Os bancos centrais foram criados para impor controle sobre o crescimento e instabilidade do crédito, e sua evolução a partir dos bancos privados com fins lucrativos é uma realização admirável. Em 1825, havia um acordo implícito sobre a divisão do trabalho entre os bancos privados e o banco central. Os bancos privados em Londres e nas províncias financiavam o *boom*, enquanto o Banco da Inglaterra "financiava a crise" para que se mantivesse relevante. Nos Estados Unidos, que não tinham um banco central desde 1837, os principais bancos de Nova York foram pegos entre o papel de geração de lucros que os levou a contribuir para a instabilidade do crédito e seu papel como mantenedores de depósitos de bancos de fora da cidade que poderiam ser sacados e também contribuir para a instabilidade. Houve um conflito entre a preocupação de curto prazo com a lucratividade e a preocupação de longo prazo com a estabilidade financeira, o bem particular e o bem público. Ninguém decretou que os bancos de

Nova York deveriam agir com responsabilidade no interesse público, algo que pode ou não ter sido vantajoso. O problema é comum na política e nos negócios, girando em torno de quem deve cuidar dos interesses do público.

O estágio crítico:
quando a bolha está prestes a estourar

5.1 Mudança de expectativas

O modelo padrão da sequência de eventos que leva às crises financeiras começa com um choque, disparando uma expansão econômica que se transforma em um *boom* e, então, se desenvolve a euforia. Os preços dos ativos aumentam, muito mais rapidamente do que o PIB ou outros indicadores de renda, e depois há uma pausa no ritmo desses crescimentos. Poucos investidores astutos ou sortudos vendem alguns de seus ativos para proteger seus ganhos especulativos, e a desaceleração do aumento dos preços dos ativos pode induzir a uma postura mais cuidadosa de outros. É provável que ocorram problemas quando os preços dos ativos começam a cair; o padrão é biológico na sua regularidade. Um pânico pode surgir, seguido por uma quebra. Lorde Overstone, principal banqueiro britânico em meados do século XIX, notou um padrão similar e foi citado com aprovação por Walter Bagehot: "tranquilidade, melhoria, confiança, prosperidade, excitamento, negócios em excesso, CONVULSÃO [sic], pressão, estagnação, terminando em aquiescência".[1] Overstone identificou cinco estágios de euforia antes da crise financeira, ou, em suas palavras, a convulsão.

A teoria das expectativas racionais supõe que as expectativas dos investidores mudam quase que instantaneamente em resposta a cada choque e que os investidores percebem imediatamente os impactos deles sobre o equilíbrio dos preços de longo prazo dos imóveis, ações e *commodities*. Em contraste, o *insight* apreendido da história financeira mostra que as expectativas mudam lentamente em alguns momentos e rapidamente em outros, a medida que os diversos grupos percebem (às vezes, em momentos diferentes e, outras, mais ou menos simultaneamente) que as previsões atuais de preços e valores para o futuro são diferentes das visões iniciais desses mesmos preços e valores.

A mudança do estado de espírito dos investidores, antes confiantes e depois pessimistas, é fonte de instabilidade nos mercados de crédito conforme alguns tomadores de empréstimos – indivíduos e empresas – percebem que suas dívidas são grandes demais em relação às suas rendas. Então, estes se ajustam às suas novas percepções do futuro reduzindo os gastos para

ter dinheiro, a fim de reduzir sua dívida e aumentar sua poupança: algumas empresas podem vender divisões e unidades operacionais para obter dinheiro e pagar os empréstimos. Esses emprestadores reconhecem que têm muitos empréstimos de risco, buscando o pagamento dos pendentes mais arriscados; assim, ficam relutantes em renovar o crédito quando estes vencem e então elevam os padrões de crédito para novos empréstimos.

O período de problemas financeiros pode durar semanas, meses, anos, ou pode concentrar-se em alguns poucos dias. A recessão econômica que se seguiu ao colapso do mercado de ações dos Estados Unidos em 1929 continuou por quatro anos – até que um novo governo, mais intervencionista, assumiu o poder. O Japão ficou economicamente inerte por mais de dez anos depois que os preços das ações e dos imóveis começaram a cair em janeiro de 1990. Já a Coreia do Sul se recuperou do choque econômico de 1998 no início de 1999. A transferência do domínio sobre Hong Kong em meados de 1997, quando a área se estabeleceu como região econômica especial da China, coincidiu com o início da Crise Financeira Asiática. Os preços das propriedades caíram de 40 a 50% durante os cinco anos subsequentes. A recessão que começou nos Estados Unidos em 2001 foi relativamente suave e breve, embora os preços das ações tenham caído 40% de 2000 a 2003.

Os Estados Unidos experimentaram uma queda muito mais rápida no patrimônio das famílias em 2008 e 2009. Os preços dos imóveis residenciais caíram mais de 30% e os das ações, quase 50%, antes de uma recuperação parcial. Os valores das propriedades começaram a recuar no fim de 2006, e o crescimento econômico foi positivo durante 2007 e na primeira metade de 2008. O terceiro trimestre de 2008 foi negativo – e mesmo assim a queda foi modesta. Porém, o colapso da Lehman Brothers em setembro de 2008 disparou um pânico e uma quebra. O sistema de crédito congelou-se. As taxas de juros dispararam, e o LIBOR aumentou 5% em relação à taxa dos fundos federais, considerando-se que as tradicionais eram de 0,1 a 0,2%. A combinação do fornecimento mais restrito do crédito e da maior cautela das famílias levou a um forte declínio no PIB.

A questão é: o governo deveria intervir para moderar o ciclo? As políticas governamentais têm um papel vital na formação de expectativas; mas será que o governo pode impedir uma crise financeira ao reduzir as expectativas que se desenvolvem durante a euforia? Os países deveriam moderar os impactos do declínio nos preços das ações e dos imóveis e *commodities* depois que a bolha explode?

5.2 Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie Mac, e Lehman Brothers

Um dos primeiros sinais de ajuste ao extraordinário aumento nos preços das casas e o grande excesso de suprimento de imóveis que começou em 2002 nos Estados Unidos foi um surto de falências de corretores de hipotecas nos últimos meses de 2006. Essas empresas eram “intermediários” e atacadistas que adquiriam hipotecas de compradores depois de indicar os termos das que desejavam adquirir. Em seguida, vendiam-as para os bancos de investimentos,

os quais as colocariam com termos similares em um fundo que usariam como garantia para emissão de títulos lastreados por hipotecas (MBS). Os bancos de investimentos retinham o direto de "devolver" esses empréstimos para os corretores de hipotecas se os devedores parassem de realizar seus pagamentos mensais dentro de doze ou dezoito meses. Assim que os tomadores de empréstimos atrasaram seus pagamentos, os bancos de investimentos os devolveram para os corretores e pediram a devolução do seu dinheiro, e as empresas que não conseguiram pagar foram à falência. Os bancos então ficaram com dezenas de bilhões de dólares presos em hipotecas falidas depois que os corretores sucumbiram.

A combinação do não pagamento daqueles que haviam recentemente tomado empréstimos ou comprado casas e as falências das empresas bancárias de hipotecas levaram a uma queda brusca no suprimento de crédito disponível para elas. O ritmo de compras de casas desacelerou, e os construtores imobiliários que haviam construído casas antecipando as vendas experimentaram um aumento de suas propriedades não vendidas quando o preço delas caiu.

Os preços das casas em alguns mercados regionais dos Estados Unidos tiveram um pico no final de 2005, e, no final de 2006, alcançaram ápice em todo o país. O declínio em 2007 (cerca de 15%) levou a uma queda dramática na construção de novas propriedades.

A primeira grande baixa foi a Bears Stearns. Dois dos fundos de *hedge* que ela administrava faliram, e os investidores desses fundos perderam a maior parte do seu dinheiro. Aconteceu então uma corrida para a Countrywide Financial em meados de agosto de 2007, a maior financiadora de hipotecas dos Estados Unidos; e ao mesmo tempo, acorreu-se também à Northern Rock, a maior financiadora de hipotecas da Grã-Bretanha. As duas empresas haviam sido agressivas nos esforços para aumentar sua participação no mercado e dependiam de empréstimos no mercado de papéis comerciais para mais de 30% do dinheiro que usavam para comprar hipotecas. Na prática, estavam vendendo notas promissórias "eu devo a você..." de curto prazo para empresas que tinham dinheiro extra para obter o valor necessário e comprar mais hipotecas. A Countrywide Financial foi resgatada pelo Banco da América, que inicialmente fez um aporte de capital por meio das compras de ações preferenciais e, subsequentemente, adquiriu a empresa. A Northern Rock foi resgatada pelo Banco da Inglaterra, que originalmente lhe proporcionou liquidez; logo depois, o governo britânico adquiriu ações da empresa e tornou-se seu sócio majoritário.

As corridas contra a Bear Stearns em março de 2009 foram o próximo acontecimento importante que se observou, protagonizadas por seus proprietários de ações e aqueles que possuíam créditos a preço fixo contra a Bear que ou estavam relutantes ou não desejavam adquirir novos títulos contra a Bear quando os antigos vencessem. O Banco Central dos Estados Unidos facilitou a aquisição da Bear pela JPMorgan Chase ao concordar em receber até US$ 29 bilhões em títulos de qualidade duvidosa que a Bear possuía.

A Fannie Mae e a Freddie Mac, duas grandes empresas patrocinadas pelo governo, possuíam mais de 50% do risco de crédito vinculado às hipotecas residenciais dos Estados Unidos e foram "nacionalizadas" pelo Tesouro do país na segunda semana de setembro de 2008. Os proprietários das ações ordinárias dessas empresas virtualmente perderam todo seu dinheiro, e os donos de suas ações preferenciais também foram eliminados. Muitos bancos

haviam comprado essas ações preferenciais porque isso poderia ser considerado parte do seu capital *Tier 1* exigido. Dessa forma, as falências da Freddie e Fannie tiveram um grande efeito negativo sobre o capital de outras instituições financeiras.

Na semana seguinte, a Lehman Brothers foi à falência, pois o governo dos Estados Unidos decidiu que não a salvaria. Os oficiais do governo disseram que não tinham a autoridade para recuperar a Lehman. Talvez. Ou talvez pudessem ter encontrado autoridade se tivessem tentado mais, ou ter proporcionado alguma assistência financeira temporária para permitir que a Lehman evitasse a falência enquanto obtinham a autoridade legal para salvá-la.

A decisão de "não salvar a Lehman" disparou a maior crise de crédito dos últimos cem anos. Os *spreads* de crédito dispararam. Um grande número de empresas diferentes dependia do financiamento de curto prazo a fim de obter o dinheiro para a compra de títulos de longo prazo, e descobriram ser extremamente difícil – e caro – refinanciar suas dívidas vencidas.

Não "salvar a Lehman" refletiu a preocupação dos oficiais do governo com a desaprovação pública de "salvar" os banqueiros ricos. Eles – como os oficiais e analistas dos duzentos anos anteriores – acreditavam que recuperar uma grande empresa iria encorajar o comportamento financeiro arriscado em dez, vinte ou trinta anos.

Na terça feira, 14 de setembro – o dia seguinte à falência da Lehman –, o Banco Central dos Estados Unidos emprestou US$ 85 bilhões à AIG, o que deu ao Banco Central a opção de compra de 79,9% das ações da empresa. A doutrina do "grande demais para falir" foi revivida, pois, caso a AIG falisse, poderiam ocorrer corridas para muitas outras instituições financeiras, e essa dramática corrida pelo dinheiro levaria ao colapso do sistema financeiro.

Essa influência recíproca entre a queda dos preços dos imóveis e as perdas nos empréstimos bancários era inevitável e previsível, embora as identidades das empresas que iriam falir não pudessem ser previstas. Entretanto, essas companhias que aumentaram rapidamente suas participações no mercado – Countrywide, Northern Rock, Washington Mutual – o fizeram com base em fundos de curto prazo emprestados em mercados por atacado, e estavam mais vulneráveis a corridas do que os financiadores que dependiam quase que exclusivamente de depósitos para obter dinheiro e comprar hipotecas.

Os fundos do mercado monetário – estabelecidos principalmente por empresas de corretagem como alternativa aos depósitos garantidos pelo governo – estavam sujeitos a corridas, e o Tesouro dos Estados Unidos estendeu rapidamente o "guarda-chuva" da garantia de depósitos para elas.

Porém, a questão principal é saber quantos desses acontecimentos eram previsíveis em resposta à queda nos preços dos imóveis. Era inevitável e, portanto, previsível que o patrimônio líquido de milhões de famílias cairia quando o preço das propriedades recuasse. Alguns milhões de famílias teriam "hipotecas de cabeça para baixo" – elas deviam mais sobre suas hipotecas do que o valor de mercado de suas casas. Milhões deixariam essas propriedades, e os credores teriam enormes perdas.

5.3 Alertas

Propõe-se que o governo deve tornar público seu conhecimento ou divulgar suas próprias previsões se achar que sabe mais que os especuladores,[2] e assim acalmar as preocupações ou os temores dos investidores.[3] Muitos indivíduos dentro do governo têm pontos de vista sobre o panorama econômico e financeiro, mas esses pontos muitas vezes diferem entre si, e o desenvolvimento de uma "visão do governo" só poderia ocorrer se alguém – o primeiro ministro, o presidente do Banco Central, o ministro das finanças – forjasse um consenso.

Os registros históricos fornecem pouco apoio à ideia de que as declarações dos oficiais do governo possuem um grande impacto para reduzir uma euforia. Em alguns casos, "uma palavra de alerta" pode ser suficiente, mas, em outros, isso provavelmente não será adequado para impedir mais aumentos nos preços dos ativos. A probabilidade de que os investidores e especuladores deem ouvidos aos alertas de um oficial do governo quando os preços dos ativos estão subindo a taxas anuais de 20 a 30% por ano não é especialmente alta.

Os primeiros alertas registrados foram feitos, aproximadamente, em 1825. Embora muitos escritores tenham visto o *Bubble Act* de junho de 1720 como um alerta de Robert Walpole e do Rei George II contra a especulação, o objetivo principal daquela lei era reprimir concorrentes da Companhia dos Mares do Sul, porque as outras bolhas estavam drenando o dinheiro que essa queria e precisava.[4] O *Bubble Act*, que havia sido reforçado em 1749, tornou mais difícil tanto a aplicação de golpes como o início de negócios legítimos, e não foi repelido até o século XIX.

As autoridades bancárias começaram a alertar contra *booms* especulativos no século XIX. No outono de 1825, o Primeiro Ministro Canning, o Chanceler do Exchequer, Lorde Liverpool, *Sir* Francis Baring e W. R. McCulloch alertaram no *The Scotsman* contra o excesso de especulação, o que contribuiu para a crise – mas ela provavelmente era inevitável. No pânico e quebra de Dezembro de 1825, Lorde Liverpool não resgatou os especuladores porque, nove meses antes, disse que não o faria.[5] Em 1837, o Presidente da Câmara de Comércio, J. Pulett Thomson, criticou duramente o espírito de especulação prevalecente, diferente da de 1825, pois os indivíduos estavam investindo em casas, e não no exterior.[6]

No outono de 1837, o espírito de jogo cruzou o Canal da Mancha, e as autoridades belgas e francesas tentaram reprimir a especulação, proibindo a cotação de preços das notas e ações das corporações. Seus esforços foram inúteis. Ela havia ido além da estreita estrutura da *Bolsa*, e não profissionais, como *rentiers* e até mesmo "mulheres e estrangeiros" estavam se envolvendo. As Câmaras de Comércio de Liége, Vervier e Antuérpia condenaram a especulação no mercado de ações, e o rei belga se recusou a aprovar a proposta de um novo banco, o Mutualité Industrielle. Os investimentos desaceleraram como resultado de um declínio na atividade econômica, e não como resposta às declarações das autoridades e do *establishment* de negócios.[7] Em julho de 1839, Lamartine, na Câmara dos Deputados francesa, discursou contra a especulação e alertou especialmente sobre as garantias dos títulos ferroviários.[8]

A única sugestão de que a condenação oficial da especulação pode ter sido efetiva vem de um observador francês que comentou sobre a crise de 1857. Em março de 1856, o ministro do interior processou certos golpistas, e o imperador Napoleão III congratulou O. de Vallé, autor

de *Les Manieurs d'Argent,* que lidava severamente com práticas financeiras dúbias. O senado aprovou leis, o Banco da França elevou a taxa de desconto para 10%, e o imperador Napoleão III publicou uma carta no *Le Moniteur,* em 11 de dezembro, indicando que o governo daria suporte somente àquelas catástrofes que estivessem além da capacidade de previsão humana. De acordo com d'Ormesson, a exuberância especulativa declinou e a memória da crise de 1857 refletiu uma certa glória sobre o comércio francês.[9] Mas Rosenberg concluiu que os alertas tinham demorado muito.[10]

Restrições pelo Banco Nacional Austríaco em 1869 produziram uma "grande quebra" que se mostrou uma "miniquebra" em comparação à que se seguiu em 1873.[11] Os alertas e revelações de Eduard Lasker, membro da assembleia que, em fevereiro de 1873, expôs as escandalosas conexões entre o governo prussiano, seu ministro do comércio e as concessionárias das ferrovias, não tiveram impacto significativo em reprimir o sentimento especulativo.[12]

Mais oportunos foram os alertas do *The Economist* em 1888 contra compromissos de compra de *cédulas*, os títulos de terras argentinas. Em abril, o *The Economist* disse que "[...] os títulos [...] podem [...] se tornar um valor mobiliário muito inadequado. Agora mesmo todos os imóveis no Rio da Prata têm preços inflacionados, mas a ocorrência de dificuldades financeiras pode facilmente torná-los invendáveis".[13] Então, em maio, "um colapso do *boom* imobiliário, que é facilmente concebível, certamente depreciaria severamente o valor das *cédulas"*.[14] Mas, os alertas se mostraram ineficazes; mais memorável é o aviso (a quem ninguém deu ouvidos) de Paul Warburg, sócio da Kuhn, Loeb & Co. e um dos fundadores do Sistema da Reserva Federal que, em fevereiro de 1929, ao público norte-americano que os preços das ações nos Estados Unidos estavam muito altos e mostravam sintomas que lembravam o pânico de 1907. Sua declaração seguiu a uma similar do presidente do conselho do Banco Central dos Estados Unidos. Os investidores pararam por um momento, e então os preços aumentaram novamente. Já mencionamos a ineficácia da declaração de Alan Greenspan, presidente do Banco Central dos Estados Unidos, sobre a "exuberância irracional" em dezembro de 1996, considerando o alto nível dos preços das ações. Em agosto de 1999, Greenspan declarou que o BC norte-americano (Banco Central norte-americano – FED) consideraria o nível dos preços das ações quando estabelecesse as taxas de juros depois que a de desconto fosse aumentada em 0,25% em agosto. Novamente, o mercado de ações mal percebeu.

Se os preços dos imóveis e ações continuam a aumentar apesar desses avisos, aparentemente os alertas não têm mesmo credibilidade. Aqueles que fazem previsões podem saber – ou pelo menos achar que sabem – os valores de equilíbrio de longo prazo para imóveis e ações, mas a capacidade de prever quando os preços de mercado voltarão para esses valores de longo prazo em vez de se afastar deles é modesta. Roger Babson[15] vendeu as ações de seus clientes em 1928 e foi considerado tolo por mais de um ano, enquanto os preços continuaram a aumentar.

A questão do momento é complexa. Se as autoridades governamentais quiserem que seus alertas sejam efetivos, precisam fazer suas declarações de aviso antecipadamente para impedir alguns dos excessos do período eufórico e tarde o suficiente para que as declarações

tenham credibilidade. Uma metáfora de um ex-presidente do BC norte-americano indica que as autoridades relutam em tirar o "jarro de ponche da festa quando ela está começando a engrenar" devido às reações públicas desfavoráveis.

Na tradição moderna, os bancos centrais pautam suas políticas monetárias para moderar os aumentos no preço para o consumidor ou outro índice do nível de preços. "Metas de inflação" é seu novo mantra. A questão-chave para a política econômica é saber se os bancos centrais deveriam ignorar a elevação nos preços dos imóveis e ações se estiverem muito acima dos valores de equilíbrio de longo prazo. Tentar convencer os especuladores somente com declarações geralmente têm sido inútil.

5.4 Dificuldades financeiras

As dificuldades relacionadas às crises são amplamente discutidas. O termo é impreciso: um possível significado é um estado de sofrimento, e outro, é uma situação perigosa. Dificuldades comerciais refletem a primeira definição; dificuldades financeiras, a segunda. Aquelas implicam que preços, atividade econômica e lucratividade caíram e que muitas empresas mercantis e industriais foram à falência – ou estão a caminho dela. Dificuldades financeiras para uma empresa individual significa que ela está sofrendo perdas consideráveis e que existe uma probabilidade não trivial de que ela não terá dinheiro suficiente para pagar os juros devidos sobre sua dívida de acordo com o programado.[16] O pânico de crédito nos últimos meses de 2008 levou a uma forte queda nas vendas de automóveis, e tanto a General Motors quanto a Chrysler foram à falência. Dificuldades financeiras para uma economia também têm uma significância prospectiva e implicam a necessidade de ajustes econômicos. As empresas podem estar à beira da falência, e os bancos precisam de capital adicional para compensar pelo declínio no capital resultante de perdas excepcionais em empréstimos. O governo dos Estados Unidos desenvolveu um programa de auxílio a ativos com problemas (Troubled Assets Relief Program – TARP) que disponibilizaria dinheiro para bancos e outras empresas financeiras. Muitos projetos de investimento foram paralisados porque os construtores não podiam obter o dinheiro necessário para completar a construção.

Outras palavras usadas para descrever o intervalo entre o fim da euforia e o início do que os autores clássicos chamam revulsão e descrédito (ou quebra e pânico) são inquietação, apreensão, tensão, carência, pressão, incerteza, condições ameaçadoras ou fragilidade. Expressões mais coloridas incluem "uma queda feia no mercado"[17] ou "uma atmosfera turbulenta".[18] Metáforas meteorológicas têm sido usadas com frequência, como "novamente se sente a atmosfera opressiva que precede uma tempestade",[19] e geológicas também foram utilizadas: dois anos antes do pânico de 1847, Lorde Overstone escreveu para seu amigo G. W. Norman (o avô de Montagu Norman, presidente do Banco da Inglaterra nos anos 1920): "Não temos dinheiro no momento, somente um leve tremor premonitório do solo sob nossos pés".[20] A metáfora do sismógrafo também foi usada por Michel Chevalier, que escreveu sobre a guerra do presidente Jackson contra o Segundo Banco dos Estados Unidos: "Um colapso

geral do crédito, não importa quão curto, é mais assustador do que o terremoto mais terrível".[21] Outro autor francês notou o "pressentimento de desastre".[22] Uma metáfora alemã falou sobre "o arco estar tão curvado no outono de 1782 que ameaçava se quebrar".[23]

Dificuldades não são uma condição facilmente medida em uma economia. Os investidores podem ficar apreensivos quando os valores de certas variáveis divergem significativamente dos valores médios; algumas delas são as taxas de reserva de ouro nos bancos centrais, a de dívida em relação ao capital de diversas empresas ou indivíduos, as perdas dos bancos em relação ao seu capital, as taxas de pagamento da dívida externa de um país em relação à sua receita com exportações e a razão entre preços e lucro das ações e a taxa de retorno do aluguel de imóveis. Além disso, podem ficar mais alertas quando um limite se aproxima – situações como o estabelecimento do teto de emissão de notas pelo Banco da Inglaterra, estipulado no Bank Act de 1844; o requerimento do Tesouro dos Estados Unidos de um mínimo de US$ 100 milhões em ouro em 1893; o estabelecimento do teto sobre adiantamentos do Banco da França para o Tesouro da França em 1924; a estipulação da taxa de reserva de ouro do Reichsbank sob o Plano Dawes em junho de 1931, ou a disponibilidade do ouro livre para o Sistema da Reserva Federal antes da aprovação do Glass-Steagall Act em fevereiro de 1932. Uma razão de 60% entre a dívida externa e o PIB de um país foi considerada um indicador premonitório pelos investidores; o "gelo está fino" para um país quando essa razão é muito mais alta. De modo similar, uma razão entre dívida governamental e PIB significativamente maior de 60% é vista como alta demais. Os limites excitam, como um chanceler do Exchequer observou em 1857:

> Quando se impõe um limite, não há dúvida de que sua existência, desde que ele se faça sentir em um momento de crise, deve aumentar o alarme. As pessoas sentem o momento em que um perigo as pressiona e começam a calcular quanto resta daquele fundo que procuram para assistência em tempos de dificuldades comerciais; de qualquer modo que se estabeleça o limite, seja por um ato do parlamento, ou, como o Sr. Thomas Tooke [um líder da escola bancária] propôs, por um tipo de costume, ou, como na França, pelo arbítrio do governo agindo sobre o Banco da França, não há dúvida de que, em momentos de crise, o limite deve levantar o alarme.[24]

Um oficial francês expressou a mesma ideia duas décadas mais tarde quando defendeu a tradição de que o Banco da França deveria manter uma reserva em espécie correspondente a cerca de um terço de seus títulos, mas sem um requerimento legal, rígido e veloz: "Uma taxa fixa não é necessária. Isso não seria prudente [...] o terror de um limite fixo e absoluto".[25] Ultrapassar o limite pode ter importância psicológica. Em março de 1924, embora os banqueiros sofisticados soubessem que um pequeno aumento no suprimento de dinheiro na França não fosse perigoso, o público começou a considerar o teto dos avanços do Banco da França sobre o Tesouro como um índice de saúde econômica. Como um ministro colocou, os franceses estavam próximos do limite superior da elasticidade de confiança na sua própria moeda.[26]

As causas do sofrimento e os sintomas das dificuldades são observados ao mesmo tempo e incluem taxas de juros subindo rapidamente em alguns (ou todos) os segmentos do mercado de capitais, um aumento nas taxas de juros pagas por devedores *subprime* em relação às taxas pagas por devedores *prime*, uma forte desvalorização da moeda, um crescimento nas falências

e também o fim da valorização das *commodities*, títulos e imóveis. Esses acontecimentos estão muitas vezes relacionados e mostram que os fornecedores de empréstimos se estenderam em excesso e tentam reduzir sua exposição a riscos e, especialmente, a grandes riscos.

As dificuldades financeiras no século XIX foram compostas pelos acordos de compra de ações recém-emitidas que proporcionaram uma série de pagamentos pelos compradores em resposta a "solicitações" dos emissores das ações conforme o trabalho de construção prosseguia. Em 1825 e 1847, na Grã-Bretanha, e em 1882, na França, alguns dos compradores das ações não tinham dinheiro para atender as solicitações, possivelmente por contarem com a venda dos títulos com lucro antes da próxima rogativa. Thomas Tooke, em 1825, classifica esse problema como agudo, pois o pedido de pagamentos em dinheiro era imediato e premente, enquanto as perspectivas de lucro sobre as ações eram remotas e incertas.[27] As dificuldades se agravaram em janeiro de 1847, quando as solicitações das ferrovias acumularam £ 6,5 milhões em um mês.[28]

O aspecto de pirâmide das emissões de títulos tornou-se evidente nas finanças da Companhia dos Mares do Sul em junho, julho e agosto de 1720, com as repetidas tentativas de levantar dinheiro suficiente por meio de novas produção de ações. Em 1881, mais de 125 novas emissões com valor de mercado de 5 bilhões de francos foram vendidas em Paris no momento em que a poupança anual da França era estimada em 2 bilhões de francos.[29] E essa também não foi uma época em que empresas privadas abriam seu capital em grandes números, como no final dos anos 1880, na Grã-Bretanha, e no final dos anos 1920, nos Estados Unidos. Nos dois casos, não havia necessidade de aumentar a poupança porque as novas ações públicas eram trocadas por ações privadas.

O final de um período de aumento nos preços dos ativos leva a dificuldades sempre que um número significativo de investidores os compra contando com a previsão de que esses preços continuarão a aumentar; alguns deles podem até ter um "carry negativo", pois as taxas de juros sobre os fundos emprestados para comprar os ativos excedem a receita deles. Esses investidores previam que seriam capazes de usar o aumento no valor dos ativos como garantia para novos empréstimos que lhes proporcionariam parte do dinheiro necessário para pagar os juros, mas quando os preços dos ativos estabilizam, esses investidores entram no "modo dificuldades", pois não têm como obter prontamente o dinheiro necessário para pagar os juros sobre suas dívidas.

Dificuldades envolveram o mercado de hipotecas *subprime* no final de 2006 e 2007, quando os valores dos imóveis começaram a cair. A principal característica dessas hipotecas era o patrimônio líquido dos compradores, que correspondia a menos de 10%. Quando os preços recuaram, esses compradores se viram com "hipotecas insolventes" – suas dívidas com hipotecas eram maiores do que o valor de mercado das propriedades. Uma resposta a essas dificuldades foram as "jingle letters", cartas com as chaves das propriedades que eram enviadas para os financiadores...

As dificuldades podem surgir também de um aumento no fluxo de fundos para fora do país – uma colheita ruim pode exigir uma elevação nas importações e nas taxas de juros em um grande centro financeiro internacional, podendo atrair fundos dos mercados financeiros domésticos; o crédito pode-se tornar menos disponível no mercado de crédito doméstico –

mais apertado – devido a uma redução nas reservas do sistema bancário.

O fluxo de dinheiro para o exterior pode ser potencial. Houve dificuldades no mercado monetário de Londres em 1872 quando o pagamento francês de reparações para a Prússia levou o Reichsbank a adquirir substanciais títulos do mercado monetário com denominação em libras britânicas que poderiam ser prontamente convertidos em ouro. De modo similar, houve um fluxo de dinheiro para Londres antes de abril de 1925, antecipando uma nova valorização da moeda para sua paridade com o ouro do pré-guerra. Quando a libra foi de novo atrelada ao ouro, os proprietários desses depósitos tiveram modestos incentivos para mantê-los em Londres: a política de taxa de juros do Banco da Inglaterra era restrita pela preocupação de que alguns desses fundos poderiam deixar Londres. O Banco da França adquiriu grande quantidade de libras britânicas no esforço de limitar a valorização do franco francês depois do sucesso da estabilização monetária no final de 1926, e a probabilidade de que os franceses pudessem usar parte desses fundos para comprar ouro foi uma moeda de troca que aumentou o nervosismo em Londres.

A essência das dificuldades financeiras é a perda de confiança; e o que vem a seguir – crença no futuro quando os desequilíbrios na economia são corrigidos, ou corridas para os bancos, pânicos e o colapso dos preços?

A questão é colocada de modo conciso por James S. Gibbons:

> Os bancos não são sempre insensíveis ao alarme quando mercadores respeitáveis, fracassando em seus melhores empreendimentos, são colocados contra a parede e assumem um ar de desespero. Eles sabem o perigo que espreita o mercado. O crédito é estendido. A excitação do público é levada a um alto grau de apreensão, e é necessária somente a falência de uma única “grande instituição” para explodir a “grande bolha”. Quem sabe o que é uma bolha? Quem sabe se o ponto máximo de pressão não será atingido hoje, e que amanhã as águas não irão começar a retroceder? E então gradualmente as coisas voltam ao normal, a confiança revive e fica provado que afinal não havia bolha para estourar.[30]

5.5 Quanto tempo duram as dificuldades?

As dificuldades financeiras podem retroceder (como na França, em 1866, e na Grã-Bretanha em 1873 e 1907) ou um pânico pode se seguir às dificuldades. Nos Estados Unidos, houve uma grande preocupação com a tentativa fracassada da Bunker Hunt de controlar o mercado de prata em 1979, a falência do Continental Illinois Bank, em 1984, e o colapso do Long-Term Capital Management, em 1998. Houve extensos períodos de dificuldades depois de agosto de 1982, devido a empréstimos bancários para o México, Brasil e outros países em desenvolvimento e pelas instituições de poupança na Louisiana, Oklahoma e Texas para tomadores de empréstimos que basearam suas atividades de exploração no prospecto de que o preço do petróleo aumentaria para US$ 80 por barril. Depois do colapso de centenas de bancos e instituições de poupança dos Estados Unidos no final dos anos 1980, a Resolution Trust Corporation (RTC) adquiriu dezenas de bilhões de dólares em imóveis que foram dados como garantia para hipotecas que não haviam sido pagas. Finalmente, essas propriedades foram vendidas para o público, mas a incerteza sobre os valores delas os fez caírem.

De modo similar, houve dificuldades em Tóquio por um longo período nos anos 1990. Em qualquer teste de "valor justo", a maioria dos grandes bancos japoneses estava falida, e, ainda assim, não houve corridas para os bancos porque os depositantes entenderam que seriam cobertos pelo governo se qualquer um deles fechasse. As políticas do governo japonês em relação a essas instituições falidas foram causa de dificuldades: o governo fecharia esses bancos falidos ou lhes proporcionaria novo capital sob termos favoráveis?

A forte queda nos preços das ações na segunda-feira 19 de outubro de 1987 provou ser uma correção, e não um pânico, pois não se espalhou para outros mercados dos Estados Unidos, embora houvesse fortes quedas quase simultâneas na maioria das outras bolsas de valores nacionais. As dificuldades duraram várias semanas, enquanto os investidores esperavam para ver se a queda nos preços das ações teria impactos significativos sobre outros mercados.

O colapso da Long-Term Capital Management (LTCM) no inverno de 1998 ocorreu concomitante ao do sistema bancário russo e a queda do rublo. A probabilidade de desastre iminente na Rússia induziu a mudanças nas taxas de juros e gerou relações que contribuíram significativamente para o colapso da LTCM, que era um banco não regulamentado, embora geralmente fosse considerado um fundo *hedge*. A LTCM era considerada uma instituição financeira "muito esperta". Dois ganhadores do Prêmio Nobel de finanças estavam entre seus principais administradores. A empresa estava muito mais alavancada do que os bancos tradicionais e a maioria dos demais fundos de *hedge*; além disso, tinha dezenas de bilhões em posições em contratos derivativos como futuros e opções. Inicialmente, a LTCM foi vista como uma máquina de dinheiro, extremamente inteligente por tirar proveito de pequenos desvios nos preços de títulos muito similares. Por exemplo, os títulos de 30 anos do Tesouro dos Estados Unidos eram comercializados extensivamente, mas os de 29 anos eram menos líquidos e não eram comercializados tão extensivamente, por isso a taxa de juros sobre os títulos de 29 era ligeiramente maior do que a dos de 30. A LTCM comprou centenas de milhões de dólares em títulos de 29 anos e vendeu pouco mais ou menos do mesmo valor em títulos de 30 para lucrar com a diferença na taxa de juros, que era pequena, mas o produto desse valor irrisório e a posição de centenas de milhões de dólares era grande – e muito lucrativa.

Alguns dos principais bancos faziam grandes empréstimos para a LTCM e tendiam a imitar parte das suas posições de portfólio: as posições da LTCM e desses grandes bancos sobre alguns títulos dominaram os mercados.

No segundo trimestre de 1998, a LTCM tinha uma posição de longo prazo em obrigações de mercados emergentes que protegeu ao vender a descoberto títulos do Tesouro dos Estados Unidos. À medida que os investidores ficavam cada vez mais apreensivos com o futuro financeiro da Rússia, os preços dos títulos dos mercados emergentes caíram quando o efeito de contágio se espalhou. O BC norte-americano respondeu com maior flexibilização monetária, e os preços dos títulos do Tesouro aumentaram. A LTCM perdeu dinheiro nas duas bases da sua cobertura, o que erodiu sua base de capital, e quando os preços desses títulos de mercados emergentes caíram, a empresa estava entre os proverbiais "fogo e frigideira". Se ela vendesse qualquer parte das suas reservas de títulos individuais, seus preços reduziriam ainda

mais e seu valor total cairia ainda mais rapidamente.

O BC norte-americano estava preocupado, pois, se a LTCM falisse, haveria um extenso período de significativa incerteza – dificuldades – no mercado de capitais enquanto as posições da empresa em futuros, opções e outros derivativos não se resolvessem, e os preços dos títulos cairiam ainda mais. O BC usou seus músculos – mais precisamente, a ameaça dos seus músculos regulatórios – para induzir os principais bancos que faziam empréstimos para a LTCM a investir seu próprio dinheiro no banco, e então adquiriram 90% do controle.

PARA ONDE VAI O DINHEIRO?

A riqueza financeira dos norte-americanos decaiu de um pico de US$ 74.000 bilhões antes da crise para US$ 63.000 bilhões no segundo trimestre de 2009. A maior parte do declínio foi no valor de mercado dos imóveis.

De onde veio o dinheiro antes de desaparecer?

A característica de uma bolha é o aumento excepcional e não sustentável dos preços dos imóveis e ações. Indivíduos compram imóveis usando dinheiro emprestado. Para cada comprador de imóveis, existe um vendedor. De modo similar, para cada comprador de ações existe um vendedor.

Esses vendedores de imóveis e ações colocam suas receitas de venda nos bancos e em ações. O dinheiro não desapareceu. Simplesmente mudou de mãos.

A quebra ou pânico que se segue às dificuldades financeiras pode ocorrer imediatamente ou em questão de semanas ou com atraso de vários anos. O sistema da John Law teve seu pico em dezembro de 1719 e entrou em colapso em maio de 1720 – cinco ou seis meses entre a glória e o desastre. Na Bolha dos Mares do Sul em 1720, a nota da loucura soou claramente no fim de abril; a feia queda no mercado ocorreu em agosto, e o colapso veio nos primeiros dias de setembro. Em março de 1763, desenvolveram-se dificuldades enquanto a crise propriamente dita, precipitada pela falência da DeNeufville em Amsterdã, ocorreu em julho. Em 1772, o Banco da Inglaterra elevou sua taxa de desconto no começo do ano, e o Ayr Bank reduziu suas operações em maio – mas já era tarde demais. Fordyce fugiu em 10 de junho, e a noticia precipitou o pânico na Grã-Bretanha em 22 de junho. As dificuldades resultantes em Amsterdã duraram até a falência da Clifford & Co., em dezembro.

A cronologia das crises de 1789 a 1815 foi dominada por eventos apocalípticos individuais, incluindo a execução de Luís XVI na guilhotina em janeiro de 1793 (perder a cabeça sempre é apocalíptico), o desembarque do exército francês em Fishguard na extremidade sudoeste do País de Gales em fevereiro de 1797 e a penetração do bloqueio continental em 1799. Os períodos de dificuldades nessas ocasiões foram curtos porque o pânico foi virtualmente imediato. Em 1809-1810, o revés veio de um reforço do bloqueio continental e dos excessos no comércio de exportações para o Brasil. A pressão acumulou-se lentamente no início de 1809, progredindo rapidamente em meados de 1810 até o clímax das falências em janeiro de 1811.

Solicitações de mais pagamentos nas assinaturas das ações das ferrovias em janeiro de 1847 estabeleceram o cenário de tensão no qual a especulação em grãos teve um pico em maio, entrou em colapso em agosto e levou a um pânico em novembro. A crise de 1866 foi o resultado no atraso do colapso de 1864 dos preços do algodão que trouxe pânico à França naquele ano. A Grã-Bretanha teve dois “momentos críticos” em 1864: um em janeiro – a crise

real relacionada ao colapso dos preços do algodão – e outro no último trimestre.[31] Na época, a tendência do país foi examinar mais de perto a expansão especulativa que afetou as casas de desconto e começou no ano anterior, bem como uma série de empresas que lembravam a Credit Mobilier e estavam usando os fundos recebidos da venda de novas ações emitidas para comprar de volta suas próprias ações e incentivar os investidores. W. T. C. King escreveu que certo Albert Gottheimer usou o nome Albert Grant para administrar a Credit Foncier and Mobilier of England, que no final alcançou um capital pago – ou melhor, alegado – de £ 1 milhão.[32] A conversão da casa de descontos Overend, Gurney & Co. em uma empresa pública em julho de 1865, no pico do *boom* e da "corrida pelos dividendos", levou a um prêmio de 100% sobre as ações em outubro. O Banco da Inglaterra respondeu elevando sua taxa de descontos de 3 para 7%. A quebra não ocorreu até maio de 1866, e as dificuldades na Grã-Bretanha duraram sete meses, de outubro de 1865 a maio de 1866, enquanto, na França, duraram quase trinta meses.

Períodos de escassez financeira, crise e pânico (nos Estados Unidos) ocorreram no último trimestre de 1873, quando os bancos do oeste sacaram grandes somas em dinheiro do leste para pagar por carregamentos de cereais.[33] A demanda de crédito então alcançou um pico quando os bancos das regiões produtoras de grãos fizeram grandes empréstimos junto aos bancos do leste, os quais seriam usados para pagar as compras e carregamentos de cereais. Sprague notou que a crise de 1873 veio em setembro devido à colheita antecipada, e não foi uma exceção à observação de que o início de uma crise invariavelmente vem como uma surpresa para a comunidade de negócios.[34] A escassez sazonal de dinheiro era bem conhecida – e o mistério é que ela foi uma surpresa. "A escassez excessiva" de dinheiro de setembro de 1872 a maio de 1873 fez as ferrovias solicitarem empréstimos de curto prazo em vez de emitir títulos, o que seria visto como um sinal de dificuldades, e então a escassez sazonal precipitou a quebra.[35]

As dificuldades podem ser contínuas ou oscilar em seu próprio ritmo. A quebra da Union Générale, em janeiro de 1882, foi precedida por três períodos separados de tensão em julho, outubro e dezembro de 1881.[36] O pânico de outubro de 1907 foi previsto (embora Sprague tenha indicado que sua cronologia exata não pudesse ser estimada) e precedido por um "pânico do homem rico" em março, quando as ações da Union Pacific, os títulos mais usados como garantia para operações financeiras, caíram 50 pontos.[37] Os mercados recuperaram-se desse golpe, da falência de uma oferta de títulos a 4% da cidade de Nova York em junho (somente US$ 2 milhões foram vendidos de uma oferta de US$ 29 milhões de títulos a 4%), do colapso do mercado de cobre em julho e da multa de US$ 29 milhões aplicada à Standard Oil Company por violações da lei antitruste em agosto – somente para depois sucumbir à falência da Knickerbocker Trust Company em outubro.[38] Em 1929, as crises duraram de junho até a última semana de outubro.

As dificuldades financeiras no Japão começaram no início dos anos 1990 e continuaram por toda aquela década e a seguinte. As empresas industriais japonesas estavam extremamente relutantes em demitir e fazer outros ajustes necessários para reduzir seus custos abaixo das suas receitas atuais. Nos quarenta anos anteriores, essas empresas contavam com os bancos para que conseguissem financiar suas perdas operacionais e investimentos. Os bancos

japoneses, por sua vez, não queriam parar de fazer novos empréstimos, mesmo para empresas que seriam consideradas falidas em qualquer teste de "valor justo", e as autoridades regulatórias também não desejavam fechar bancos que seriam considerados falidos. Tradicionalmente, o risco de perdas financeiras no país era "socializado". A sociedade japonesa prefere distribuir essas perdas entre os contribuintes a impor aos seus funcionários os custos dos ajustes associados ao fechamento de empresas falidas.

A Argentina experimentou um extenso período de dificuldades no final dos anos 1990 e em 2000, antes de sua moeda entrar em colapso em janeiro de 2001. No final dos anos 1980, o país sofrera dois anos de hiperinflação. O governo do presidente Carlos Menem atrelou sua moeda à taxa de um peso argentino por dólar norte-americano. Ao mesmo tempo, a Argentina adotou um sistema de conversão monetária, o que significava que seu banco central podia aumentar o suprimento das obrigações em pesos somente se suas reservas de dólares norte-americanos elevassem – mais ou menos uma aplicação rígida das ideias da doutrina da escola monetária. Durante os anos 1990, as receitas dos impostos do governo argentino foram menores do que seus gastos; uma parte do excesso destes era financiada pelas receitas da privatização, e outra, parcialmente por empréstimos feitos pelo governo. A hiperinflação dos anos 1980 havia reduzido muito o valor real da dívida do governo argentino, e então os investidores buscaram títulos do governo argentino com denominação em dólares norte-americanos, pois o governo parecia ser um bom risco de crédito. Conforme a razão entre a dívida do governo argentino e o PIB do país aumentava, as taxas de juros que o governo devia pagar para vender novos títulos ampliavam, e então houve uma recessão na Argentina no final da década – em parte porque o dólar norte-americano (ao qual o peso se atrelava) se valorizava –, e o déficit fiscal argentino aumentou conforme suas receitas em impostos caíram em relação aos seus gastos. A recessão foi intensificada pela desvalorização do real brasileiro em janeiro de 1998, e o Brasil era o maior parceiro comercial da Argentina. Um dos grandes entraves para o Mercosul não avançar foi justamente esse desalinhamento entre as moedas dos dois maiores parceiros do bloco. Quando o real ficou barato em relação ao peso argentino em 1999, houve uma enxurrada de produtos brasileiros na economia argentina. Nos anos 2000, a situação inverteu-se com a desvalorização da moeda argentina e valorização da moeda brasileira. A questão política no final dos anos 1990 era saber se a Argentina conseguiria reduzir seu déficit fiscal total e, ao mesmo tempo, manter a paridade estabelecida (os argentinos não tinham uma tradição estabelecida de pagar impostos, então as taxas de imposto tendiam a ser altas e as coletas de impostos, baixas, enquanto os salários no governo tendiam a ser altos e o desempenho dos funcionários do governo, baixo). Os esforços para aumentar os impostos e cortar os gastos do governo levaram a uma série de problemas políticos. Os cidadãos argentinos estavam extremamente relutantes em pagar mais impostos porque a economia estava indo mal; em câmera lenta, o país caminhava em direção a um desastre. No fim, a Argentina desvalorizou o peso e não pagou a dívida do governo.

Considere que as autoridades monetárias restrinjam o crédito para elevar o custo da especulação: nesse caso, quando os mercados de *commodities* e ativos sobem ou descem juntos, a direção que a política monetária deve tomar é clara. Mas, quando os preços das ações ou imóveis (ou de ambos) disparam enquanto os preços das *commodities* estão estáveis

ou caindo, as autoridades enfrentam um dilema. O BC norte-americano enfrentou-o na década de 1920; Benjamin Strong, o presidente do BC de Nova York, sofreu para definir a política correta em 1925 e, novamente, em 1927. O dilema é que os gestores de política econômica não podem matar dois pássaros com uma só pedra, ou, mais precisamente, não podem realizar dois objetivos com um único instrumento – ou ainda, no que parece ser uma metáfora melhor, é difícil atingir um alvo se ele estiver de pé ao lado de outro que não queiramos ferir e a arma for uma espingarda em vez de um rifle. Ao mesmo tempo, qualquer restrição ao crédito para amortecer o *boom* imobiliário provavelmente iria paralisar uma expansão econômica mais vigorosa.[39]

O presidente do BC norte-americano, Alan Greenspan, estava preocupado com os preços das ações no país e achou que estivessem muito altos ou aumentando muito rapidamente quando falou sobre “exuberância irracional” em dezembro de 1996. O Banco Central dos Estados Unidos mostrou-se relutante em elevar as taxas de juros para amortecer o aumento nos preços das ações devido aos impactos negativos sobre o crescimento econômico e os empregos. Em 1999, o BC norte-americano ficou preocupado (obcecado?) com o problema do *bug* de 2000 e a probabilidade de que os sistemas de computadores do país entrassem em colapso, já que muitos softwares não haviam sido projetados para reconhecer a transição para o ano 2000. Nos últimos meses do ano, o BC forneceu ao sistema monetário liquidez suficiente para impedir problemas associados à transição do fim do milênio e, enquanto isso, o dinheiro – que precisava ir para algum lugar – alimentou a especulação no mercado.

5.6 Início de uma crise

Os estudantes de lógica discutem o problema da bomba jogada por A que cai aos pés de B, que então a joga para C que, por sua vez, a joga para D – e assim por diante, até que ela explode quando Y a joga para Z. Quem é o culpado? “A”, a causa remota? Ou “Y”, a causa próxima? A causa remota de qualquer crise é a expansão do crédito e da especulação, e a próxima é algum incidente que suga a confiança do sistema e induz os investidores a vender *commodities*, ações, imóveis, letras de câmbio ou notas promissórias e aumentar suas reservas em dinheiro. A causa próxima pode ser trivial: uma falência, um suicídio, uma briga, a revelação de uma fraude, uma recusa de crédito ou alguma mudança de ponto de vista de algum participante do mercado que ocupa uma grande posição. Nessa situação, os preços caem e as expectativas são revertidas. O movimento de queda dos preços acelera-se. Como os investidores usaram dinheiro emprestado para financiar suas compras de ações e imóveis, o recuo dos preços provavelmente levará a pedidos de mais margem ou dinheiro e a mais liquidações de ações ou imóveis. Quando os preços caem mais, as perdas com empréstimos bancários aumentam e uma ou mais das empresas comerciais, bancos, casas de desconto ou corretoras vão à falência. O sistema de crédito parece instável, e há uma corrida por dinheiro e liquidez.

Identificar os vendedores originais é difícil. As teorias da conspiração espalham-se.

Pode-se identificar especuladores como Joseph P. Kennedy Sr. ou Bernard Baruch em 1929, ou o cartel protestante-judeu que supostamente acabou com Eugène Bontoux em 1882 – ou ainda Thomas Guy, que liquidou £ 54.000 em ações da Companhia dos Mares do Sul ao longo de seis semanas entre abril e junho de 1720, nunca vendendo mais de £ 1.000 de cada vez (ele usou sua fortuna para fundar o Guy's Hospital em Londres, "o melhor memorial da bolha").[40]

Mas alguém vende. Ocasionalmente, um estrangeiro. Por exemplo, em 1847, os franceses (de acordo com certo S. Saunders, citado por Evans) compraram o excesso de trigo e o enviaram para a Grã-Bretanha em junho e julho, onde foi vendido a preços muito menores do que os válidos no momento – caiu de 96 xelins para 56 xelins por quartilho (um quartilho era igual a um volume de cerca de meio litro) e causou a falência de um grande número de empresas vinculadas ao comércio de milho.[41] Porém, a história não é convincente. O preço do trigo havia subido de 46 xelins em agosto de 1846 para 93 xelins em maio de 1847 devido a violentas tempestades que arruinaram a colheita e à praga das batatas na Irlanda e no continente, caindo em julho de 1847 com o clima favorável e a perspectiva de uma boa colheita. As importações de trigo e farinha subiram de 2,3 milhões de quartilhos, em 1846, para 4,4 milhões em 1847, auxiliadas pela rejeição das *Corn Laws*.[42] Os 70 mil quartilhos são uma proporção pequena dessa soma. Em 1846, a França teve sua menor colheita de trigo em cem anos (um problema exagerado pelo fracasso da colheita de batatas). Em 1847, ela foi a maior de todas pelos próximos cem anos. Mas essas condições eram gerais, e a especulação sobre o trigo britânico havia sido excessiva.

Um ponto de vista indica que a crise Baring de 1890 foi disparada pela venda de títulos argentinos por investidores alemães, que haviam parado de comprar esses títulos dois anos antes devido ao desconforto geral,[43] ou porque estavam preocupados com a instabilidade da moeda argentina[44] ou, ainda, por causa do *boom* doméstico que os levou a vender outros títulos estrangeiros, incluindo títulos russos.[45]

Essas vendas contribuíram para criar dificuldades em vez de uma crise, já que os investidores britânicos adquiriram então mais dos títulos argentinos. Em novembro de 1888, uma oferta de £ 3,5 milhões de ações da Buenos Aires Drainage and Waterworks Company fracassou, e Baring sentiu-se obrigado a fornecer empréstimos para a Argentina por meio de créditos de aceite. A queda de preços dos produtos primários em 1890 apontava que o governo argentino não tinha dinheiro para pagar esses empréstimos quando eles venceram. A crise de Baring de novembro de 1890, depois de dois anos de dificuldades, resultou de um alerta do Banco da Inglaterra para que a Baring Brothers limitasse o nível dos seus aceites (que estavam em £ 30 milhões no inverno de 1890), da crise de Nova York, em outubro, e do vencimento de £ 4 milhões de aceites, em novembro.

Novas informações podem precipitar uma quebra, como a revelação de que a ferrovia Paris-Lyons-Marseilles custaria 300 milhões de francos em vez dos 200 milhões previstos.[46] Porém, a causa remota (e muito mais importante) está ligada aos grandes déficits da balança de pagamentos das grandes importações de materiais para a ferrovia e, especialmente, o fracasso da colheita de 1846 seguido pela fartura de 1847. Nos Estados Unidos, o movimento Granger ajudou a precipitar o colapso em 1873. Sob certos aspectos, os *grangers* lembravam os ambientalistas de hoje; eles iniciaram suas atividades no final dos anos 1860 e início dos

1870 como ativistas por legislações que controlariam os transportes interestaduais proibindo taxas de transporte discriminatórias, estabelecendo comissões regulatórias e taxas máximas de transporte.[47] Um volume muito grande de títulos das ferrovias havia sido vendido a crédito – incluindo diversas empresas "ridículas e supérfluas" como as linhas de Rockford, Rock Island e St. Louis, que haviam sido vendidas em igualdade e depois caíram para US$ 0,06 por dólar quando o prospecto do controle local das taxas de transporte colocou um fim no otimismo, disparando as vendas e a consequente liquidação desses títulos.

O naufrágio de um navio foi o detonador "acidental" de uma crise. Em 1799, quando as taxas variaram entre 12 e 14% e o preço do açúcar estava 35% abaixo do pico, antes que o comboio tivesse rompido o bloqueio, os mercadores britânicos enviaram £ 1 milhão na fragata *Lutine*, destinada a Texel, em uma tentativa de auxiliar na crise em Amsterdã. O navio afundou em uma tempestade na costa holandesa, e a esperança de amenizar a crise foi perdida.[48]

Durante a crise de 1857 em Nova York, as notícias sobre o atraso do navio a vapor *Central America*, vindo do Panamá para Nova York com uma carga que incluía US$ 2 milhões em ouro, chegaram em um momento de extremas dificuldades na Filadélfia, Cincinnati e Chicago. Dois dias depois, soube-se que o navio havia afundado, sem seguro.[49]

Um acidente pode precipitar uma crise, assim como uma ação planejada para a impedir – ou ações que as autoridades tenham tomado para atingir outros objetivos. A questão foi bem colocada por H. S. Foxwell, falando da crise de 1808-1809:

> Recusar qualquer tipo de acordo é sempre perigoso. Fazer referências pessoais é injusto, especialmente para um banco nacional. É possível que o banco possa ter se voltado para o expediente usado em 1795-1796, quero dizer a concessão de descontos *pro rata*... [Ao buscar contratar a circulação] ele deve ter colocado muita pressão sobre o mercado e arriscado a criação de um pânico. O banco foi responsável pela solvência dessa multidão de instituições pequenas e mal gerenciadas [bancos rurais], mas não ousava cobrá-los, sob risco de provocar um colapso geral do crédito.[50]

Foxwell apresentou o dilema de modo claro. Não aplicar disciplina deixará o mercado de crédito se expandir a níveis perigosos. Aplicá-la pode romper a bolha e induzir o colapso.

A ALFINETADA

É da natureza da bolha que ela seja inevitavelmente "alfinetada"; então, como em um balão de festa, o ar pode escapar rapidamente. A bolha nos preços das ações e imóveis japoneses foi rompida pelo presidente do Banco do Japão que, no início dos anos 1990, instruiu os bancos a limitar o crescimento de empréstimos imobiliários em relação ao total dos empréstimos. Esta redução indicou que alguns indivíduos e empresas não conseguiriam mais obter dinheiro suficiente de novos empréstimos para pagar os juros sobre os anteriores, e então eles foram obrigados a vender alguns imóveis. Mas se não fosse essa instrução, algum outro evento teria rompido a bolha.

A bolha do final dos anos 1990 nos preços das ações no Estados Unidos foi rompida pelo BC em 2000, que buscou sacar parte da liquidez fornecida na preparação para o problema no *bug* do milênio. O viés do BC é ajustar-se para os problemas previstos fornecendo mais liquidez ao sistema.

As bolhas, em muitos dos países asiáticos, estouraram em 1997, devido ao "efeito contágio". A desvalorização do *baht* tailandês em 2 de julho de 1997 foi como uma sirene de alerta. Cada um dos países (exceto Taiwan e Singapura) tinha déficits comerciais que eram financiados com dinheiro emprestado do exterior. As empresas asiáticas estavam ansiosas para tomar dólares emprestados porque as taxas de juros geralmente eram significativamente mais baixas do que as de juros nas suas próprias moedas. Quando o *baht* foi desvalorizado, os financiadores estrangeiros reconheceram que os países asiáticos não seriam mais capazes de manter o valor das suas moedas se não fossem mais aptos a fazer empréstimos em dinheiro estrangeiro. O fluxo de entrada de dinheiro declinou, e então foi iniciada uma profecia que se autorrealizou.

As políticas adotadas para lidar com uma crise muitas vezes sofrem atrasos. Elevar a taxa de descontos diante de um dreno externo de dinheiro pode induzir um fluxo de retorno. Um aumento na taxa de desconto do Banco da Inglaterra para 10% poderia "tirar ouro da lua", segundo uma expressão popular, mas quanto tempo levaria para produzir esse resultado? A questão foi debatida entre as escolas bancária e monetária no contexto do Bank Act de 1844 e a necessidade de suspender o Act ou permitir que o banco agisse como emprestador de última instância. Em 1825 e, novamente, em 1836, a especulação nas condições do *boom* levou a um fluxo de saída do ouro e à severidade financeira. Sob uma interpretação, o *boom* acabou antes que o Banco da Inglaterra elevasse – e tarde demais – sua taxa de desconto em um esforço para reduzir suas responsabilidades. Assim, uma combinação de dinheiro escasso e preços em queda das *commodities* produziu a crise e induziu o banco a reverter o curso e reduzir as taxas de juros.[51]

A escola bancária acreditava que o aumento na taxa de descontos produzia um fluxo imediato de entrada de dinheiro. A escola monetária, por outro lado, tinha duas vertentes: uma acreditava que haveria um fluxo de retorno imediato, e a outra, representada por Lorde Overstone, achava que a taxa dos bancos teria impacto somente após um atraso, de modo que um emprestador de última instância seria necessário para preencher a lacuna.[52]

Hawtrey apontou um atraso no nível dos bancos comerciais e drenos internos, com base nos registros:

> Os banqueiros podem tomar os passos apropriados, mas entram em pânico porque funcionam lentamente: eles podem ter realmente verificado o perigo fundamental da posição [...] impediram o estresse de novas ordens [...] e ainda assim a demanda por crédito novo e o dreno de dinheiro pode continuar sem redução. A consequência pode ser um estado de pânico entre os banqueiros, que, sem saber a causa da aparente ineficácia das medidas que tomaram (trabalhar a partir dos registros das ordens antigas), entram em desespero para se salvar da falência, cobram empréstimos existentes independentemente da situação dos devedores e precipitam uma série de falências entre seus clientes e eles próprios.

O fato é que não há "regra de ouro" para manter a extensão do crédito dentro dos limites.[53]

Além dos atrasos e erros na política de descontos, as autoridades podem precipitar um pânico por ações bruscas nos primeiros estágios das dificuldades. Em meados de 1836, com o crédito estendido em aceitações de casas norte-americanas em bancos de capital aberto, o Banco da Inglaterra recusou-se a descontar quaisquer notas que tivessem o nome de um banco de capital aberto e instruiu especialmente seu agente em Liverpool para não redescontar qualquer papel dos três chamados "bancos W" (Wiggings, Wildes e Wilson) entre os sete bancos norte-americanos na Grã-Bretanha, uma ação que "parecia vingativa"[54] e levou imediatamente ao pânico.[55] O Banco da Inglaterra teve que reverter suas políticas e, após longas conferências com os "bancos W" em outubro, estendeu-lhes o crédito no primeiro trimestre de 1837, mas foi incapaz de impedir suas falências em junho daquele ano. A instituição agiu para amortecer a extensão excessiva do crédito, mas este é delicado. As expectativas podem ser alteradas rapidamente.

O pânico na forma de uma corrida para um ou vários bancos normalmente é iniciado por pequenos depositantes, como aconteceu nos anos 1980 em Ohio, Maryland e Rhode Island;

alguns dos bancos controlados pelo Estado dependiam de acordos de seguro também controlados pelo Estado porque cobravam prêmios menores do que o FDIC. (Todos os bancos e fundos controlados federalmente foram solicitados a participar nos programas de garantia de depósitos do governo federal). Em contraste, o pânico no mercado de ações muitas vezes resulta das vendas feitas por especuladores *insiders* com muitos recursos ou investidores institucionais como fundos mútuos, de pensão e companhias de seguros, talvez seguindo negociações similares de programa. A corrida para o Franklin National Bank foi iniciada por outros bancos, especialmente aqueles dos grandes centros financeiros em Nova York que não quiseram aceitar a contraparte dos contratos de câmbio de moeda estrangeira do Franklin ou emprestar fundos federais ou comprar acordos de recompra desse banco, exceto as taxas de juros, que refletiam forte desconfiança.[56] De modo similar, a corrida para o Continental Illinois Bank em 1984 foi disparada pela relutância de outros grandes bancos em renovar depósitos vencidos no mercado federal de fundos no de depósitos no exterior. Os depositantes menores estavam protegidos pelo seguro de depósitos do FDIC. Na crise no mercado de ações em outubro de 1987, o grupo Fidelity de fundos mútuos de Boston foi um grande vendedor no mercado de Londres antes que a Bolsa de Nova York abrisse no dia 19. Essas ordens foram comunicadas de volta a Nova York, onde já se havia acumulado uma montanha de ordens de venda quando o mercado abriu para negociação. As vendas da Fidelity foram uma resposta aos resgates dos seus fundos mútuos pelos clientes, e não uma reação própria, embora ela possa ter desejado levantar dinheiro antecipando resgates futuros – e antes que os preços das ações caíssem mais.

A falta de jeito do FMI disparou uma corrida para muitos dos bancos da Indonésia durante os primeiros dias da crise asiática em 1997. O FMI induziu o governo indonésio a assumir e sustentar quinze dos grandes bancos privados, garantindo ainda seus depósitos. Mas os cerca de cinquenta bancos privados restantes foram deixados no limbo e ficaram sujeitos a corridas: os depositantes correram para sacar seus fundos antes que entrassem em colapso.

5.7 Quebras e pânicos

Uma quebra é um colapso dos preços dos ativos, ou talvez a falência de uma empresa ou banco importante. Um pânico, “um medo súbito sem causa” (o nome vem do deus grego Pã, conhecido por causar o terror), pode ocorrer em mercados de ativos ou envolver uma fuga dos títulos menos líquidos para o dinheiro ou para títulos governamentais – na crença de que os governos não vão à falência porque podem sempre imprimir mais dinheiro. Uma crise financeira pode envolver um ou ambos, em qualquer ordem. O colapso das ações da Companhia dos Mares do Sul e do Sword Blade Bank quase trouxe abaixo o Banco da Inglaterra. A quebra e pânico de 1929 na Bolsa de Valores de Nova York tiveram consequências adversas nos mercados de *commodities* e de imóveis, e a apreensão nos mercados de crédito levaram a fortes declínios na renda, no nível de emprego e na produção. Mas não houve pânico no mercado monetário, já que as taxas de juros não aumentaram porque

o BC estava proporcionando liquidez para ele.[57] Em 1893, a falta de confiança na capacidade de os Estados Unidos manterem o padrão ouro sob pressão dos interesses na prata desencadeou ameaça no mercado monetário, falências de bancos e pressão para a queda nos preços dos títulos.[58]

O sistema é de *feedback* positivo. Os ciclos de dívida-deflação envolvem um declínio nos preços dos ativos e *commodities* que leva a uma redução no valor das garantias e induz os bancos a cobrar ou recusar novos empréstimos. As empresas, por sua vez, vendem *commodities* e inventários, pois seus preços estão em declínio, o qual leva mais e mais empresas à falência. As famílias vendem títulos, as empresas adiam empréstimos e investimentos, e os preços caem ainda mais.

A desvalorização das garantias dos empréstimos resulta em maior liquidação. A falência das empresas indica que os bancos sofrem perdas nos empréstimos e por isso vão à falência. Quando isso acontece, os depositantes sacam seu dinheiro (o que era particularmente verdadeiro antes dos seguros de depósito).

Os saques dos depósitos exigem que mais empréstimos sejam cobrados, e mais títulos vendidos. Reformas comerciais, empresas industriais, investidores, bancos que precisam prontamente de dinheiro – seus títulos mais arriscados não podem ser vendidos a qualquer preço, eles são forçados a vender seus melhores títulos, e então seus preços caem. Os bancos podem auxiliar as empresas, corporações e famílias que estão em problemas por algum tempo, na expectativa ou esperança de que os preços aumentem novamente e façam flutuar o frágil barco do crédito. Os analistas bancários podem, *in extremis*, "olhar para o outro lado" quando os bancos continuam a avaliar empréstimos e títulos por custo em vez do seu valor de mercado, estender empréstimos vencidos ou somar aos de tomadores delinquentes de empréstimos para que eles possam pagar parte dos juros. Mas quando a falência ocorre, a erva daninha dos empréstimos ruins deve ser arrancada. Preços, solvência, liquidez e a demanda por dinheiro – *Bargeld*, na Alemanha, *numéraire* na França – estão relacionados. Como Sprague afirmou, não só as instituições bancárias, mas famílias, empresas e bancos são "muito similares a uma fileira de dominós. A queda de um coloca em risco a estabilidade do resto".[59] A metáfora é um clichê, mas apropriada mesmo assim.

No ponto máximo do pânico diz-se que o dinheiro está indisponível. As descrições são exageradas com frequência, e não o eram menos em 1825:

> Os banqueiros de Lombard Street chamaram o Presidente (do Banco da Inglaterra) em um domingo (depois que o pânico dos bancos rurais havia atingido Pole, Thorton & Co. em 12 de dezembro) para avisar que caso se permitisse que uma casa assim, na qual os 47 bancos rurais sacavam, parasse, aconteceria uma corrida para todos os bancos de Londres. Permitiu-se que ela parasse. O pânico tomou conta do público, como nunca havia sido visto antes: todos mendigavam dinheiro – dinheiro – mas não havia condição de consegui-lo. "Não foi o caráter do título", observa o *Times*, "que foi considerado: mas a impossibilidade de produzir dinheiro".[60]

Foi nessa ocasião que a falência de 73 bancos levou a Grã-Bretanha, de acordo com Huskisson, a 24 horas de voltar para o escambo.[61] "Foi, como o Duque disse sobre Waterloo, 'uma coisa danada – a coisa mais próxima de uma corrida que você já viu na vida'".[62] O escambo foi evitado ao se trocar prata por ouro com o Banco da França, e graças à sorte do

Banco da Inglaterra em descobrir, no momento em que ficava sem notas de 5 e 10 libras (que eram então as únicas que emitia) um bloco de notas de 1 libra deixado no cofre desde 1797. Com a aprovação do governo, essas foram emitidas em 17 de dezembro e "fizeram milagres".[63]

Em 1857, os índices da Bolsa de Nova York caíram de 93 para 61, e os de Reading, de 96 para 36.[64] O preço da carne de porco caiu de US$ 24 o barril para US$ 13, e o barril de farinha, que custava US$ 10, foi para US$ 5 ou US$ 6.[65] Em setembro, as taxas de juros subiram de 15 para 24% quando 150 bancos na Pensilvânia, Maryland, Rhode Island e Virgínia faliram nos últimos quatro dias do mês. O pânico atingiu um pico em outubro, quando 1.415 bancos nos Estados Unidos faliram e as taxas de juros subiram de 60 para 100% ao ano – para valores emprestados por poucos dias.[66] Taxas de juros muito altas, com 4% ao dia, já foram cotadas para tipos específicos de empréstimo, como o *call money* em 1884, quando os descontos comerciais continuaram 4,5% ou 5% por dia para papéis com endosso de primeira classe,[67] ou 5% ao dia no pico como um prêmio por dinheiro no início do pânico de 1907.[68] Talvez o apogeu da falta de liquidez tenha sido registrado em 1907, quando um banco pagou US$ 48 por US$ 1.000 da receita em dinheiro do jogo de futebol norte-americano entre Harvard e Yale.[69] A curta e amena recessão de 2001, depois da massiva implosão nos preços das ações nos Estados Unidos, resultou da mudança abrupta na política do Banco Central norte-americano e sua ação rápida e agressiva para reduzir as taxas de juros. O resultado foi um *boom* de refinanciamento de hipotecas: milhões de indivíduos o fizeram a taxas de juros mais baixas e usaram parte do dinheiro obtido no refinanciamento para comprar carros e outros bens duráveis ou sair de férias. O BC reduziu as taxas de juros de curto prazo no país para 1% e, como a de inflação estava mais próxima de 2%, as taxas de juros reais de curto prazo eram negativas. O mercado de propriedades explodiu. Os preços das casas aumentaram muito em Nova York, Boston, Washington, Miami, Phoenix, Las Vegas e Los Angeles. Os céticos se perguntaram se os efeitos deflacionários da implosão da bolha dos preços das ações não foram bastante compensados pela formação de uma bolha no mercado imobiliário.

A tempestade irá amainar, a inundação irá retroceder? Ou o *boom* e a quebra irão se espalhar de um mercado e país para outro, e os passos dados localmente ou internacionalmente não conseguirão impedir o pânico e reverter a situação?

CAPÍTULO 6

Euforia e riqueza de papel

CONSIDERE AS DATAS DE INAUGURAÇÃO de alguns dos maiores edifícios do mundo: a construção do Empire State Building em Nova York – de 381 metros de altura – foi iniciada em 1929, no pico da bolha. No final dos anos 1980, parecia que 80% dos guindastes de construção usados para construir torres altas estavam em Tóquio. Em meados dos anos 1990, muitos desses guindastes haviam migrado para Xangai e Pequim, e, depois, para o Golfo Pérsico. Atualmente, o edifício mais alto é o Burj Khalifa em Dubai, nos Emirados Árabes Unidos, finalizado em 2010.

OS EDIFÍCIOS MAIS ALTOS DO MUNDO*

	Ano	Altura (em metros)
1. Burj Khalifa, Dubai, Emirados Árabes Unidos	2010	828
2. Makkah Royal Clock Tower Hotel, Arábia Saudita	2012	601
3. Taipei 101, Taipei, Taiwan, , China	2004	508
4. Shanghai World Financial Center, Xangai	2008	492
5. International Commerce Center, Hong Kong	2010	484
6. Petronas Towers, 1 e 2, Kuala Lumpur	1998	452
7. Zifeng Tower, Nanjing, China	2010	450
8. Willis Tower, Chicago	1974	442
9. Kingkey 100, Shenzhen, China	2011	442
10. Guangzhou International Finance Center, Cantão, China	2010	439

* Os 20 prédios mais altos do mundo. Revista *Exame.com*. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/mundonoticias/os-20-predios-mais-altos-do-mundo#11>. Acesso em: 3 jul. 2013.

Edifícios altos são tão econômicos quanto as pirâmides do Egito. Conforme a altura dos

edifícios aumenta, a porção do espaço de piso total necessária para elevadores e locais não rentáveis amplia em relação à extensão que pode ser alugada. Além disso, edifícios altos precisam ser "mais fortes", já que os andares inferiores devem suportar o peso dos superiores (e quanto maior o custo do terreno, mais convincente o argumento econômico a favor de edifícios altos – há uma abundância de terrenos nas costas do Golfo Pérsico e na Malásia, mas não em Tóquio e em Hong Kong).

Essas torres de oitenta, noventa ou cem andares são uma manifestação visual das bolhas nos preços dos ativos – e da disposição dos governos e empresas privadas em ostentar sua riqueza ao tentar tocar o céu. Uma síndrome do "o meu é maior". Outra manifestação desses fenômenos é o número de salas de concertos e ampliações de museus de arte e *campi* universitários construídos com doações; muitos desses centros culturais são financiados com o dinheiro de indivíduos ricos, que ficam muito mais ricos e generosos quando os preços dos ativos disparam e a euforia econômica está no ápice.

A razão econômica dos edifícios altos lembra a observação de Willie Sutton, o mais famoso ladrão de bancos dos Estados Unidos, sobre sua escolha de profissão: "É onde está o dinheiro." O surto na riqueza durante uma bolha leva a um comportamento econômico que pareceria excepcional – um desperdício de dinheiro – em tempos normais.

O mercado de jatos corporativos disparou entre 2002 e 2007. Havia listas de espera para a compra dos grandes Gulfstreams, e clientes impacientes pagavam milhões de dólares para comprar lugares na fila daqueles que chegaram antes e receberiam os jatinhos mais cedo.

A associação entre as bolhas dos preços dos ativos e a euforia econômica também é forte. Um dos livros mais vendidos em Tóquio no final dos anos 1980 foi o já citado *Japan as Number One*. O Banco Mundial publicou *The East Asian Miracle* muitos anos antes de a bolha nos preços dos imóveis e ações na Tailândia, Malásia e seus vizinhos implodir. Tem-se ouvido muito pouco sobre a Nova Economia Norte-Americana depois da implosão dos preços das ações e do aumento no déficit fiscal dos Estados Unidos.

Um ciclo de *feedback* de aumento dos preços dos imóveis e das ações para a rápida elevação do PIB vem da expansão do patrimônio das famílias para maiores gastos. Muitas delas têm objetivos de poupança ou riqueza, e quando o surto nos preços dos ativos leva a níveis mais altos de patrimônio, elas gastam mais em bens de consumo – incluindo casas de luxo (o espelho do aumento nos gastos de consumo é a queda na taxa de poupança familiar). O segundo ciclo é o aumento nos valores das ações para níveis maiores de investimentos nas empresas, as quais podem levantar dinheiro com custo menor e, devido ao declínio no custo do capital, realizar novos projetos que seriam menos lucrativos se esse custo não tivesse caído. Assim, o "custo do capital" para uma empresa varia inversamente ao preço das suas ações. Quanto maior for este, menor seu custo de capital e maiores seus investimentos em plantas e equipamentos.

O clichê é "os preços das ações são um forte indicador" de mudanças na atividade econômica. A resposta é que modificações nos preços das ações previram três das últimas seis recessões. Os valores das ações nos Estados Unidos começaram a cair quatro a seis meses antes do colapso da economia no início dos anos 1930. A economia japonesa passou a declinar depois que os preços das ações começaram a cair no início de 1990.

O relacionamento entre mudanças no patrimônio das famílias e nos gastos é simétrico. Quando os preços dos ativos declinam, a atividade econômica se desacelera. Durante as expansões econômicas, as empresas tomam mais empréstimos em resposta ao aumento no seu valor de mercado. Os bancos relaxam seus critérios de empréstimo e ampliam seus créditos. Quando os preços das ações implodem, os bancos sofrem perdas, e alguns bancos podem ser tão extensamente penalizados que são forçados a fechar ou a se fundir com uma instituição mais bem capitalizada ou obter capital do governo.

A forte correlação entre os aumentos nos preços dos ativos e as expansões econômicas leva-nos a perguntar se a influência dominante vem de mudanças nos preços dos ativos e patrimônio para a economia ou se, em vez disso, vem de modificações na taxa de crescimento econômico para os preços dos ativos.

A Albânia foi um dos muitos países comunistas que experimentou um esquema de depósitos do tipo "Ponzi" logo depois da transição de uma economia controlada pelo Estado para o que iria se tornar uma economia de mercado. A regulamentação financeira era virtualmente inexistente durante essa transição, e os empreendedores prometeram pagar taxas de juros de 30 ou 40% ao mês. Com tais taxas, a riqueza aumentou rapidamente. Por exemplo, se ela fosse de 30% ao mês, então 1.000 *leks* depositados no começo do ano somariam 64.000 *leks* no final. Os depositantes tinham todos os incentivos para ficarem parados assistindo seu dinheiro crescer no banco em vez de sacá-lo. Alguns albaneses até deixaram a força de trabalho, porque suas rendas dos juros compostos eram muito maiores do que seus salários, e outros passaram a gastar mais, porque seu patrimônio financeiro estava aumentando rapidamente. Os gerentes dos sistemas de depósitos precisavam sempre atrair dinheiro novo para compensar o que estava sendo sacado e administrar o sistema, ou seja, atendendo as despesas cotidianas dos administradores.

Quando o esquema de depósitos se desfez, havia muitos albaneses furiosos. A atividade econômica reduziu rapidamente, porque as famílias começaram a poupar para compensar o dramático declínio de seu patrimônio.

As bolhas nos preços dos ativos – pelo menos as grandes – estão quase sempre associadas à euforia econômica. Em contraste, o estouro das bolhas leva a uma desaceleração da atividade econômica e está muitas vezes associado com a falência de instituições financeiras, frequentemente em escala massiva, o que perturba os canais de crédito e, assim, contribui para a desaceleração da atividade econômica e a lentidão da recuperação da economia.

6.1 Tulipomania

O preço das tulipas holandesas aumentou em centenas de pontos percentuais no outono de 1636 – e a elevação nos preços das espécies mais exóticas de bulbos foram ainda maiores. Alguns analistas, especialmente aqueles com um forte compromisso com a racionalidade e eficiência de mercado, questionaram se o uso do termo "bolha" era apropriado para descrever os aumentos nos preços das tulipas. Os bulbos estavam sujeitos a um comportamento de

crescimento do tipo “teia de aranha”: uma vez plantado, um bulbo pode desenvolver-se por seis a oito meses antes de começar a florescer – e cada um deles produz muitos pequenos bulbos.

Não só as variedades exóticas dos bulbos foram afetadas. Os preços das variedades comuns de tulipa, como gouda, switzer ou coroa branca, que foram negociados entre cidadãos nos chamados colégios ou casas públicas também dispararam.[1]

O entusiasmo com as tulipas começou depois de setembro de 1636, quando os bulbos não estavam mais disponíveis para exame, já que haviam sido plantados para florescer na primavera seguinte. Alguns dos compradores se comprometeram a pagar pela “mercadoria” que estava enterrada no solo e não podiam ver no momento da compra. O entusiasmado leilão de novembro e dezembro de 1636 e janeiro de 1637 foi realizado sem nenhum espécime em vista.

Os adiantamentos pelas compras dos bulbos foram feitos muitas vezes como uma forma de permuta.[2] Simon Schama, historiador, deu exemplos. Em um caso, por cerca de 450 g de coroas brancas (*witte croon* em holandês, vendidas por peso por serem muito comuns) foram pagas quatro coroas no momento da compra; depois, deveriam ser pagos 525 florins na entrega (presumivelmente em junho). Outros adiantamentos consistiam de trechos de terrenos, casas, móveis, recipientes de prata e ouro, pinturas, um terno e um casaco, uma carruagem com um par de cavalos etc.; por uma única Viceroy (rara), que valia 2.500 florins, adiantou-se dois *lasts* (uma medida que variava por mercadoria e local) de trigo e quatro de centeio, oito porcos, uma dúzia de ovelhas, duas medidas de vinho, quatro toneladas de manteiga, mil libras (453 quilogramas) de queijo, uma cama, algumas roupas e um béquer de prata.[3]

As mudanças nos preços das tulipas não foram isoladas dos desenvolvimentos na economia, que esteve em depressão durante os anos 1620, quando a guerra com a Espanha foi recomeçada depois de uma trégua de doze anos, mas se recuperou de modo impressionante nos anos 1630. Os preços das ações da Companhia das Índias Orientais Holandesas na Câmara de Amsterdã dobraram entre 1630 e 1639, principalmente depois do início de 1636: valiam 229 florins em março de 1636 e passaram a valer 412, em agosto de 1639, aumentando mais 20% e indo para 500 florins em 1640. Os preços das casas caíram no início dos anos 1630, mas “decolaram” na metade da década. Os investimentos em esquemas de drenagem dispararam na Companhia das Índias Orientais e em canais.[4] Jan de Vries escreveu sobre o *trekschuit*, um sistema de canais com barcas de passageiros puxadas por cavalos que foi iniciado em 1636 e alcançou uma “febre” em 1640. A construção foi realizada entre pares de cidades para proporcionar um transporte de mercadores e oficiais mais confiável do que os veleiros, que dependiam do vento. Duas linhas de Amsterdã para cidades menores foram definidas em 1336, e uma entre Leiden e Delft. A construção da complexa rede atingiu um pico em 1659 e 1665, mas De Vries conectou o projeto à tulipomania e ao crescimento explosivo da economia holandesa entre 1622 e 1660.[5]

Jonathan Israel escreveu que a tulipomania deveria ser vista contra o cenário do *boom* geral e como uma mania de “moradores de cidades pequenas, taverneiros e horticultores”, enquanto a maioria dos ricos ganhavam dinheiro de outras formas.[6] Essa perspectiva

enfraquece um dos argumentos de Peter Garber, segundo o qual não poderia haver tulipomania porque não houve depressão quando os preços dos bulbos caíram.[7] A economia holandesa desacelerou nos anos 1640, antes de ter um crescimento tremendo entre 1650 e 1672, que envolveu casas de luxo, prédios cívicos e pinturas. Entretanto, o mercado de pinturas entrou em colapso com a invasão francesa de 1672.[8] No pico do *boom* houve uma "mania" por relógios e torres de relógios. Em Leiden foi instalado um relógio em uma torre no topo do Portão Branco, onde os passageiros embarcavam e desembarcavam na *trekschuit*, para garantir a pontualidade.[9]

A queda nos preços das tulipas levou a atividade econômica ao declínio, e, como conexão causal, as famílias ficaram menos dispostas a gastar quando seus patrimônios diminuíram.

6.2 O mercado de ações e imóveis

Muitas bolhas nos mercados de ações estão relacionadas a bolhas de imóveis, e existem três conexões diferentes entre esses dois mercados. Em muitos países, especialmente os menores e aqueles nos estágios iniciais de industrialização, o valor de mercado das empresas imobiliárias, de construção e em outras indústrias ligadas a imóveis, incluindo bancos, responde por uma porção relativamente grande do valor total do mercado de ações. Uma segunda conexão é o fato de que os indivíduos cujo patrimônio total aumentou rapidamente como resultado da valorização dos imóveis compram ações para diversificar seu patrimônio; não há muitas maneiras de variar. A terceira é um reflexo da segunda. Os investidores individuais que lucraram com o aumento das valorizações no mercado de ações compram casas maiores (e mais caras) e também um segundo imóvel; as mudanças nos preços dos apartamentos no mercado imobiliário de Manhattan estão fortemente ligadas aos bônus em Wall Street.

O já citado livro de Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago,* traçou cinco ciclos de *booms* e recaídas nos preços dos imóveis durante o crescimento de Chicago. O *boom* no mercado de ações dos Estados Unidos em 1928-1929 estava ligado ao aumento nos preços de terrenos vazios, locais residenciais e edifícios comerciais tanto no distrito central de negócios quanto nos subúrbios. Hoyt cita um editorial da *Chicago Tribune* de abril de 1890:

> Nas ruínas de todos os *booms* que entraram em colapso encontramos a obra de homens que compraram propriedades a preços que sabiam perfeitamente serem fictícios, mas estavam dispostos a pagar esses preços simplesmente porque sabiam que podiam depender de algum tolo maior que tirasse a propriedade das suas mãos e os deixasse com lucro.[10]

A reputação de Chicago em relação a *booms* imobiliários era tamanha que Berlim, exagerando na especulação imobiliária na euforia depois da vitória sobre a França em 1870-1871, foi chamada "Chicago às margens do (rio) Spree".[11] Os *booms* em Berlim e Viena, em 1873, estavam relacionados aos preços no mercado de ações de Nova York. Um autor alegou que, na Chicago de 1871, um a cada dois homens e uma a cada quatro mulheres tinham um

investimento em lotes residenciais.[12] Até meados de 1873, as bolhas expandiram-se em paralelo.

A disseminação da euforia de um mercado para outro reflete que, quando os preços dos ativos aumentam rapidamente, as “viúvas e os órfãos” (ver Capítulo 3) aparecem. Os ganhos de capital podem ser obtidos sem nenhuma habilidade especial, e, quando os preços dos ativos caem, os acionistas percebem que estão com problemas e devem reduzir suas dívidas. Os investidores com alta alavancagem reconhecem que seu patrimônio está diminuindo muito mais rapidamente do que os preços das ações e, então, eles os vendem – ou suas posições são vendidas pelos corretores e financiadores.

Inicialmente, os especuladores imobiliários não sentem tal remorso. Suas dívidas são empréstimos de longo prazo, e não são cobradas como tais no dia a dia de corretores. Eles têm ativos reais, não somente reivindicações em papel; a maioria escolhe esperar pela recuperação que acredita estar logo adiante.

A desaceleração econômica leva a uma redução na demanda por investimentos imobiliários. Entretanto, as taxas e os juros sobre os empréstimos continuam sem interrupção. Hoyt escreveu que, lenta mas inexoravelmente, os especuladores imobiliários são pulverizados. Os financiadores dos especuladores imobiliários, especialmente os financiadores bancários, sofrem grandes perdas com empréstimos. De 200 bancos em Chicago, verificou-se que 163 suspenderam os pagamentos em 1933. Empréstimos imobiliários não pagos (e não as contas de corretores de ações falidos) foram o maior elemento individual na falência de 4.800 bancos entre 1930 e 1933.[13]

A análise de Hoyt sobre o relacionamento entre o mercado de ações e o imobiliário é aplicada facilmente ao Japão dos anos 1990. O grande declínio nos preços das propriedades indicou que muitos tomadores de empréstimos não puderam pagar por eles; os empréstimos bancários para cooperativas de crédito e outros tipos de empresas financeiras também recuaram rapidamente em valor porque esses financiadores também haviam feito empréstimos imobiliários que muitas vezes naufragaram. Finalmente, a desvalorização imobiliária levou a um forte declínio no capital dos bancos, já que eles possuíam muitos imóveis.

Os problemas no mercado de ações, em outubro de 1987, desvaneceram-se depois que as autoridades monetárias aumentaram rapidamente a liquidez dos bancos para impedir a falta de crédito. Os requerimentos de margem de 50% ajudaram, mas a agonia nos imóveis veio à tona. As construções desaceleraram conforme os prédios foram sendo completados, mas novas edificações foram abandonadas ou postergadas. As taxas de desocupação nos prédios de escritórios aumentaram rapidamente, variando de acordo com a localização, ou seja, no centro ou nas “cidades satélites” construídas nos subúrbios durante o *boom* dos anos 1980.

A Rockefeller Center Properties, Inc. contraiu uma dívida com hipoteca de US$ 1,3 bilhão sobre o Rockefeller Center, no centro de Manhattan, depois que o complexo foi vendido para a Mitsui Real State. A hipoteca estava em um truste de investimento imobiliário (*Real Estate Investment Trust* – REIT). Em 1987, os curadores dele buscaram aumentar a receita usando o dinheiro de empréstimos de curto prazo para comprar de volta obrigações que estavam sendo vendidas com desconto, e esses ganhos foram pagos como dividendos. Em 1989, conforme a

deterioração do mercado imobiliário progredia, os curadores fizeram empréstimos, usando uma carta de crédito para obter o dinheiro e pagar a dívida de curto prazo. O presidente do REIT disse que essa "era a coisa prudente a fazer no momento".[14] A análise de Hoyt sugeriu que haveria uma extensa desaceleração nos valores imobiliários depois de uma crise no mercado de ações. Depois de uma longa agonia, o REIT quebrou.

A história do colapso da bolha no mercado imobiliário japonês nos anos 1990 inicia-se no início dos anos 1950, quando o PIB começou a aumentar rapidamente, tanto em termos nominais quanto reais dos baixos valores, imediatamente após a Segunda Guerra Mundial (em 1951, a renda per capita japonesa retornou aos níveis de 1940). As exportações aumentaram rapidamente; antes, brinquedos baratos e têxteis, mudaram para bicicletas, motocicletas e, então, para aço, automóveis e eletrônicos. O governo começou a desregulamentar os controles financeiros durante a primeira metade dos anos 1980, e esforços extensos do Banco do Japão para limitar a valorização do *yen,* na segunda metade da década de 1980, levaram a um rápido crescimento nos suprimentos de dinheiro e crédito.

Os preços dos imóveis aumentaram consistentemente, embora com substancial variação anual. Devido à regulamentação financeira, a taxa nominal de juros estava abaixo das de inflação nos anos 1950, 1960 e 1970; a taxa real de retorno sobre os depósitos bancários e outros ativos de preço fixo muitas vezes era negativa. O índice de preços dos imóveis residenciais, em seis grandes cidades, começou em 100, em 1955, atingiu 4.100, em meados dos anos 1970, e 5.800, em 1980. Os proprietários de imóveis foram um dos poucos grupos com uma taxa de retorno positiva. Durante os anos 1980, o preço dos imóveis aumentou por um fator de cinco a seis.[15] No seu pico, o valor dos imóveis no Japão era duas vezes o valor deles nos Estados Unidos, e a proporção entre o valor dos imóveis e o PIB no Japão era quatro vezes maior.[16]

O índice Nikkei do mercado de ações inicialmente era de 100, em maio de 1949 e atingiu 6.000, no início dos anos 1980. Os preços das ações dispararam na segunda metade da década 1980 e atingiram quase 40.000 pontos no final de 1989. O volume de ações negociadas não acompanhou realmente esse passo, indo de 120 bilhões, em 1983, para 280 bilhões, em 1989.[17]

O aumento nos preços dos imóveis alimentou o *boom* nos valores das ações. Muitas das empresas listadas na Bolsa de Valores de Tóquio eram imobiliárias que possuíam muitas propriedades no centro de Tóquio, Osaka, Nagoya e algumas outras grandes cidades. O *boom* no valor dos imóveis e a desregulamentação financeira levaram a um surto na atividade de construção. Os bancos possuíam muitos imóveis e ações, e aumentos nos seus valores ocasionaram elevações nos preços das ações dos bancos, que, geralmente, exigiam que os devedores dessem imóveis como garantia, e a valorização dos imóveis significava garantia de lucro. Os bancos estavam ansiosos para ceder mais empréstimos porque queriam aumentar seu tamanho – suas fundações – em relação a outros bancos japoneses, norte-americanos e europeus. As empresas industriais, por sua vez, estavam cada vez mais ansiosas em fazer empréstimos para comprar imóveis, já que a taxa de lucros sobre os investimentos nestes era muitas vezes maior que as taxas de lucros da produção de aço, automóveis e televisores.

A rápida expansão dos empréstimos bancários foi facilitada pela desregulamentação

financeira, que era parcialmente uma resposta a pressões do governo dos Estados Unidos. Os oficiais do país estavam motivados pela desigualdade da estrutura regulatória, uma vez que as empresas norte-americanas descobriram que muitas regulamentações impediam sua expansão nos mercados de Tóquio enquanto as japonesas achavam muito mais fácil a expansão para os Estados Unidos. Além disso, o Tesouro queria que as instituições financeiras japonesas comprassem títulos do governo norte-americano quando seu déficit fiscal aumentasse.

A desregulamentação das taxas de juros pagas pelos bancos sobre grandes depósitos prosseguiu lenta e deliberadamente,[18] oscilando; o mínimo foi reduzido em passos de ¥ 1 bilhão (para termos de três meses a dois anos) a ¥ 500 milhões e ¥ 300 milhões, em 1986, ¥ 100 milhões (e um mês), em 1987, ¥ 50 milhões e então ¥ 30 milhões, em 1988, e ¥ 10 milhões, em 1989.[19] Nos primeiros estágios do processo, o Banco do Japão reduziu sua taxa de descontos de 5,5%, em 1982, para 5%, em 1983, 3,5% no início de 1986 e 2,5% um ano depois. A redução de 1986 foi realizada simultaneamente com ações similares do BC norte-americano e do Bundesbank. Entretanto, os Estados Unidos, em meados de 1987, e depois a Alemanha, em 1988, começaram a aumentar suas taxas de juros. O Banco do Japão esperou até que um novo presidente – Yasuki Mieno – assumisse em dezembro de 1989 e então restringiu os aumentos no crédito imobiliário. A quebra começou em janeiro de 1990 e se tornou mais intensa quando notaram que alguns grandes bancos haviam sofrido perdas em empréstimos para clientes preferenciais e ocultado essas transações com contabilidade criativa.[20]

A euforia no Japão era evidente de muitos modos. Havia um *boom* nos investimentos corporativos em plantas e equipamentos. A visão de Herman Kahn em *The Emerging Japanese Superstate: Challenge and Response*, publicado em 1970, parecia real.[21] As empresas japonesas preparavam-se para um glorioso futuro global. Seguiu-se um *boom* tanto nas construções, quanto, mais especificamente, na de imóveis. Centenas de novos campos de golfe foram construídos. Um novo bloco de escritórios próximo à estação ferroviária de Tóquio foi batizado *The Pacific Century Building.*

Os preços das ações tiveram um pico no último dia útil de 1989 e caíram 30% em 1990. O ponto mínimo dos preços das ações ocorreu em 2002, em um nível que era um pouco maior de 20% dos seus valores de pico. Os preços dos imóveis caíram mais lentamente, mas quase tão extensivamente quanto.

Como resultado do declínio nos valores das ações, muitas instituições financeiras ficaram descapitalizadas e continuaram operando somente devido ao suporte implícito do governo. Permitiu-se (ou forçou-se) que algumas fechassem, embora nenhum depositante tenha sofrido perdas. Os bancos tornaram-se proprietários de milhares de quadros franceses; centenas de campos de golfe foram à falência.

O crescimento econômico afundou. A taxa de inflação começou a cair, assim como o nível dos preços dez anos depois. Não havia como recuperar as folhas de ouro que haviam sido salpicadas nas sobremesas. As falências das empresas indicaram que os bancos adquiriam os direitos sobre as propriedades e as vendiam, o que colocava pressão adicional para a redução dos preços dos bens e complicou os planos de negócios de outras empresas. Ocorreu uma

espiral descendente, e a preocupação sobre uma armadilha de deflação de dívida.[22] As empresas comerciais e industriais estavam indo à falência a uma taxa constante de mil ao mês. Três grandes uniões de crédito foram resgatadas pelo governo, e os problemas de adequação de capital dos bancos e companhias de seguros foram agravados por perdas nos seus portfólios de ativos estrangeiros. Dois especialistas em economia no Japão caracterizaram os problemas do país na década seguinte como “dívida, deflação, falta de pagamento, demografia e desregulamentação”.[23]

6.3 Preços das *commodities*, dos ativos e política monetária

A redução na taxa de desconto do Banco do Japão, especialmente depois de 1986, disparou a bolha e foi estimulada por pressões dos Estados Unidos e outros países industrializados – e também justificada, porque o nível de preços no Japão estava constante. A valorização do *yen* em 1985, que foi de ¥ 240 para cada dólar norte-americano a ¥ 130 em 1988, levou à pressão pela redução dos preços de bens e serviços.[24]

Levantou-se então uma grande questão: os bancos centrais deveriam preocupar-se com os preços dos ativos? A maioria dos bancos centrais escolhe a estabilidade do nível dos preços dos bens como alvo das políticas monetárias,[25] e não importa se são valores por atacado, o índice de preços para o consumidor ou o deflator bruto do produto doméstico. Mais recentemente, o mantra da política econômica tem sido o sistema de metas de inflação – os bancos centrais buscam atingir uma taxa de inflação de até 2%. Entretanto, se a implosão de uma bolha e/ou imóveis leva a um declínio significativo na solvência bancária, os bancos centrais não deveriam se preocupar com os preços dos ativos? Sob um ponto de vista, estes deveriam ser incorporados ao nível geral de preços porque, em um mundo de mercados eficientes, eles preveem os valores e consumo futuros.[26] Mas esse ponto de vista supõe que os preços dos ativos são determinados pelos fundamentos econômicos e não são afetados pelo comportamento de manada que leva a uma bolha.

Tradicionalmente, os bancos centrais não têm relutado em elevar as taxas de juros para impedir um aumento na de inflação, mas resistem excessivamente em lidar com bolhas nos preços dos ativos ou mesmo reconhecer que elas existem ou podem ter existido – embora as bolhas sejam amplamente reconhecidas depois de 2008. A queda de 40% nos preços das ações nos Estados Unidos entre 2000 e 2003 é a evidência de que houve uma bolha nas ações. De modo similar, a queda de 30% no valor dos imóveis residenciais entre 2006 e 2010 indica que houve uma bolha nos preços das propriedades, particularmente severa no Arizona, Flórida e Califórnia. Por que as pessoas que não eram do Banco Central acharam mais fácil reconhecer que o aumento nos preços dos ativos nos dois casos era insustentável? Nesse aspecto, o jovem Banco Central norte-americano dos anos 1920 pareceu muito mais heroico nas suas declarações sobre os desenvolvimentos dos preços dos ativos daquela época.

Bernie Madoff:
fraudes, golpes e o ciclo do crédito

CHARLES PONZI É O BANQUEIRO MAIS FAMOSO da história norte-americana, imortalizado no termo "esquema Ponzi". Dono de uma pequena empresa que vendia certificados de depósitos em um dos subúrbios de Boston no início dos anos 1920, Ponzi prometia pagar aos compradores dessas notas promissórias 45% de juros ao ano em uma época em que os bancos tradicionais pagavam 2 ou 3%. A operação de Ponzi era simples – ele usava o dinheiro que recebia com a venda dos depósitos na quarta-feira para pagar os juros àqueles que o haviam comprado na segunda-feira. A taxa de juros que ele pagava era tão alta que a maioria dos que compravam os depósitos na segunda-feira ficava feliz em deixar seu dinheiro com Ponzi, para que pudesse ganhar "juros sobre os juros". Mas depois de um tempo, alguns dos depositantes – naquele momento, já ricos – decidiram sacar parte do seu dinheiro, que, infelizmente, não estava lá. Ponzi foi para a cadeia. Seu esquema floresceu por dezoito meses.

Bernie Madoff administrou o maior esquema Ponzi da história norte-americana. Na época do colapso em dezembro de 2008, o valor dos títulos no fundo de Madoff foi reportado em US$ 50 ou 64 bilhões – embora as estimativas mais recentes sugiram que as perdas provavelmente serão de US$ 20 a 25 bilhões (um problema na medição é decidir se as perdas devem incluir somente os valores dos depósitos iniciais feitos com Madoff, ou também a "renda do investimento" que os depositantes teriam obtido ao longo dos anos. Outra questão, ainda, é decidir se o dinheiro sacado das contas deveria ser incorporado). Madoff manteve o esquema por vinte anos, o novo recorde mundial para o maior e mais duradouro esquema Ponzi.

Todos os esquemas Ponzi têm uma "história" – uma explicação do porquê da obtenção de retornos tão altos pelas empresas. O próprio Ponzi dizia estar aproveitando as diferenças nos valores de cupons postais internacionais (não é necessário explicar os detalhes aqui). Madoff dizia ter uma "estratégia de opções múltiplas".

O esquema de Madoff era diferente do esquema de Ponzi em outra dimensão importante: a taxa de retorno sobre os fundos confiados a Madoff estavam na faixa de 10 a 12% ao ano, um pouco maior do que as ações e muito maior do que os juros incidentes sobre os títulos. Os

retornos de Madoff eram constantes, mas não espetaculares.

Ponzi era extravagante; Madoff, pelo contrário, era discreto, e deu a impressão de que aceitava dinheiro para investir somente de alguns amigos próximos e dos amigos destes. Investigações subsequentes mostraram que ele tinha mais de 4.500 amigos próximos e contava com pelo menos quatro ou cinco "empresas alimentadoras" para trazer o dinheiro. Os arranjos de pagamentos para esses alimentadores variavam: supostamente, recebiam 1% do dinheiro como adiantamento e outro 1% por ano para que o dinheiro ficasse com Madoff. Subsequentemente, os advogados responsáveis por limpar a bagunça indicaram que algumas dessas empresas alimentadoras recebiam taxas de retorno de 40 ou 50% ao ano sobre o dinheiro que haviam investido com Madoff.

Investigações feitas pelo advogado designado pela justiça para encontrar os fundos dos clientes de Madoff mostraram que ele raramente negociava quaisquer títulos. Em 2008, os clientes sacaram US$ 11 bilhões de suas contas, e ele então quebrou quando se viu sem dinheiro para sacar. Provavelmente, a maior parte de seus clientes sacou o dinheiro porque estava perdendo na maioria de seus outros investimentos.

Ponzi ficou na cadeia por cerca de dois anos e, então, mudou-se para a Flórida, onde passou a vender imóveis durante a bolha de meados dos anos 1920, nas cercanias de Miami. Porém, Madoff ficará na cadeia até o fim de seus dias.

Ponzi e Madoff tinham um atributo em comum – os dois lidavam com desinformação. Mentiam sobre as taxas de juros que seus clientes poderiam obter. Muito da corrupção nos mercados financeiros envolve a interpretação incorreta dos valores de títulos, investimentos e taxas de lucro, além do roubo de informações e os esforços dos *outsiders* em obter dados dos *insiders* antes que a informação chegue ao público.

A implosão de uma bolha sempre leva à descoberta de fraudes e golpes. Enquanto os preços dos ativos estiverem subindo, os investidores estarão satisfeitos e, muitas vezes, felizes em fazer empréstimos, contando com o aumento de sua riqueza se precisarem de dinheiro para suas despesas diárias. Mas quando os preços dos ativos caem, alguns deles vendem títulos para acumular dinheiro e pagar as despesas diárias. Geralmente, eles vendem seus títulos mais líquidos porque não podem sofrer as grandes perdas associadas com a venda de ativos pouco líquidos.

Os esquemas Ponzi tendem a ser pessoais, e os golpistas – com exceção de Madoff – quase sempre fazem promessas de taxas de retorno excepcionalmente altas desde o primeiro dia do investimento. As fraudes corporativas envolvem falsas declarações sobre o valor da taxa de lucros, dos estoques e outros ativos, com a diferença de que o embuste começa muito tempo depois que a empresa foi estabelecida, ou seja, as informações são ocultadas ou dissimuladas. A Enron foi o modelo da fraude corporativa no *boom* das empresas pontocom dos anos 1990: estava em atuação há muitos anos (parece ter iniciado em meados dos anos 1990) e começou a cambalear para a falência poucos meses depois do pico nos preços das ações nos Estados Unidos em 2000.

Medir corrupção não é uma questão complexa. O que é "medido" é a corrupção que vem à tona, e a que continua sem ser descoberta obviamente não pode ser medida – mas é descoberta

quando o dinheiro fica escasso, o crédito é menos disponível, e os preços dos ativos caem. Ela aumenta de modo pró-cíclico da mesma maneira que o suprimento de crédito. Logo depois do início de uma recessão, os empréstimos para empresas que estavam alimentando seu crescimento com crédito barato declinam quando os financiadores se tornam mais cuidadosos. Na ausência de crédito, a fraude brota no edifício corporativo como cogumelos em uma floresta úmida.

A maior parte do comportamento fraudulento é ilegal, mas alguns estão em uma imprecisa fronteira legal. Dar opções de compra para a gerência e funcionários deveria ser considerado um custo, como os salários, ou deveria ser algo escondido em uma nota de rodapé para que os custos e lucros não sejam afetados? A resposta é relevante na mesma medida em que os lucros aumentam – e presumivelmente com a mesma rapidez que os preços das ações subirão. Henry Blodgett, Mary Meeker e Jack Grubman, gurus das empresas de telecomunicações e das pontocoms dos anos 1990, deveriam ter sido obrigados a informar o público investidor do fundamento das suas previsões para os aumentos dos preços das ações individuais; ou seria suficiente anunciar os objetivos de preço para cada empresa no final dos próximos seis a doze meses – mais ou menos como os "informantes" nos hipódromos? (Ver neste capítulo o item 7.3 – Mestres de picadeiro, informantes e ladrões.) Será que as autoridades governamentais deveriam estabelecer uma "vigilância" para impedir que o público investidor seja enganado, ou este deveria determinar por conta própria a veracidade das declarações feitas pelos vendedores de ações? Certas práticas de negócios são legais, embora as pessoas envolvidas nessas atividades possam ficar relutantes ou envergonhadas quando essas transações são reportadas na primeira página do *New York Times*, *Wall Street Journal*, *Chicago Tribune* ou do *London Daily Telegraph*, porque isso "despertaria" as vítimas do golpe. Considere as empresas Enron, MCIWorldCom, Adelphia, Tyco, HealthSouth, Global Crossing – os astros de alguns excessos financeiros da bolha nos preços de ações nos anos 1990. Muito do comportamento fraudulento havia ocorrido inicialmente na fase da mania, quando os preços das ações estavam aumentando, mas foram obscurecidos pela bolha. Os tomadores de empréstimo de alto risco puderam refinanciar seus empréstimos vencidos porque os credores estavam ansiosos para ampliar o total de seus empréstimos. Os bancos de investimento acreditavam em *caveat emptor*.[1] Do seu ponto de vista, clientes com idade suficiente para votar deveriam ser capazes de cuidar dos próprios interesses financeiros.

O ROUBO DE INFORMAÇÕES E O ***INSIDER TRADING***

Informações são valiosas, uma vez que mudam os preços relativos. Depois da Segunda Guerra Mundial, diversos congressistas dos Estados Unidos ficaram ricos – ou pelo menos mais ricos – porque haviam comprado terras próximas aos locais onde seriam construídos novos acessos do Sistema Rodoviário Interestadual. Informações sobre o tamanho da colheita de trigo – na verdade, projeções da informação – levam a mudanças nos preços do trigo; assim, era valioso ter acesso a essas projeções antes que elas se tornassem publicamente disponíveis. Informações sobre a receita trimestral de empresas, especialmente quando a mudança é grande, leva muitas vezes a fortes alterações nos preços das ações. A fusão de empresas, especialmente a tomada ou compra de uma por outra, acarreta muitas vezes grandes aumentos nos valores das ações da empresa em jogo.

A corrupção tem muitas faces. Uma delas envolve a violação de leis – talvez com a

conivência de oficiais governamentais – , porém muita corrupção diz respeito ao mau uso da informação, pois alguém pode fornecer dados enganosos sobre lucros, dividendos e possíveis fusões. Elas podem ser roubadas, e existem leis contra o *insider trading*, prática em que indivíduos bem conectados podem obter informações antes que elas estejam amplamente disponíveis no mercado.

Surge, então, a seguinte questão: a Goldman Sachs deveria ter dito a alguns de seus compradores de títulos relacionados a hipotecas em 2006 e 2007 que as sugestões de *design* para esses títulos vieram da empresa que queria vendê-las (a própria Goldman Sachs, que apostava em forte perda de valor desses papéis), ou se achava que os compradores tinham conhecimento suficiente para concluir que alguém acreditaria que os preços desses títulos cairiam? (A Goldman concordou em pagar mais de US$ 500 milhões para a Comissão de Títulos e Valores para manter seu nome fora dos jornais – cerca de US$ 250 milhões foram para o banco alemão que comprou esses títulos.)

Grandes empresas de contabilidade públicas certificadas (CPA – Cerfified Public Accounting) foram estabelecidas para proteger os investidores dos erros na contabilidade que as grandes empresas reportavam, e sua função é verificar a qualidade deste trabalho. A empresa Arthur Andersen, que já foi uma das "cinco grandes" empresas globais da área e tinha uma reputação de observar com excepcional atenção as questões éticas, foi "capturada" por diversas das empresas que estava auditando – empresas que pagavam suas contas – e conspirou com investidores enganadores. Os escritórios de advocacia que deram aconselhamento legal para a Enron, a MCIWorldCom e sua laia cumpriram suas obrigações com os investidores e seus clientes – ou será que os advogados, cujos honorários eram de US$ 800 por hora, também foram seduzidos pelos seus clientes?

Os bancos e os de investimentos estavam nas primeiras páginas dos jornais quando os preços das propriedades caíram em 2007 e 2008. O Royal Bank of Scotland, juntamente com o Banco Santander da Espanha e o Fortis da Holanda e Bélgica compraram o ABN-AMRO por US$ 100 bilhões, uma das decisões de negócios mais caras da década (a decisão de negócio mais inteligente da década foi vender o ABN-AMRO para esses compradores ansiosos). Embora não tenha havido fraude óbvia, houve muita grandiosidade ilusória por parte dos compradores.

A AIG (American International Group), então a maior companhia de seguros do mundo, é o "garoto-propaganda" do colapso de 2008 devido à enorme assistência financeira que recebeu do governo dos Estados Unidos para evitar a falência. A maioria dos seus problemas veio da venda de seguros sobre o não cumprimento de pagamentos de dívidas (CDSs – Credit Default Swaps), que são uma forma de seguro contratado pelos próprios portadores de títulos contra perdas, caso as empresas emitentes forem à falência (esses seguros são similares em conceito ao seguro privado de hipotecas. Os cedentes de hipotecas exigem que os tomadores com menos de 20% do dinheiro necessário para o adiantamento tradicional comprem seguros para se proteger de perdas, caso os tomadores das hipotecas não paguem). Os compradores das CDS querem taxas de juros maiores vinculadas aos títulos mais arriscados, porém procuram evitar o risco padrão de não pagamento vinculado a eles.

Muitas das fraudes no mercado de hipotecas no *boom* da habitação entre 2003 e 2007

ocorreram no “nível do varejo”: aqueles que precisavam de empréstimos mentiram sobre suas rendas e seus históricos de crédito, e os corretores de hipotecas sabiam – mas, enfim, “negócios são negócios”. Diversos gerentes seniores da Bear Steams foram acusados de enganar investidores sobre a qualidade dos ativos nos fundos que administravam – mas o júri os considerou “inocentes”.

7.1 Tipos de golpe e de corrupção

Golpes, comportamento fraudulento, desfalques e falcatruas elaboradas são parte da vida nas economias de mercado, mais em alguns países do que em outros. Em muitos dos desfalques, há o fornecimento de informações enganosas sobre estoques e lucros. Ocasionalmente, o golpe envolve o roubo de informações ou notícias – enquanto que, em uma economia de mercado, a suposição é de que cada investidor tenha as mesmas informações ao mesmo tempo; se alguns indivíduos furam a fila, isso é uma forma de fraude.

A Transparência Internacional publica um índice anual da corrupção. A Finlândia manteve a honrosa primeira posição, e a Islândia estava logo atrás até a implosão de sua enorme bolha nos preços das ações em 2008 (uma investigação subsequente revelou que os bancos foram pilhados pelos seus proprietários). Por muitos anos, Bangladesh, a República Democrática do Congo e a Nigéria foram considerados os países mais corruptos. Os Estados Unidos estão muito próximos do topo dessa lista, embora tenham escorregado diversas vezes devido às extensas fraudes que ocorreram na área corporativa do país durante a bolha dos preços das ações nos anos 1990 e a imobiliária, dez anos mais tarde.

Em outra forma tradicional de golpe, costuma-se exagerar o valor dos estoques.

O escândalo da McKesson Robbins do final dos anos 1930 envolveu o uso de recibos de depósito forjados como garantias de empréstimos. No Texas, nos anos 1960, Billie Sol Estes falsificou o número de tanques de fertilizante que tinha alugado e fez empréstimos contra o número fictício, muito mais alto. Tino De Angelis deu um golpe na American Express e outros grandes financiadores usando tanques de “óleo de salada” nos anos 1960 como garantia para empréstimos. Tino sabia que o óleo é menos denso do que a água e fez uma camada de 15 centímetros de óleo de salada flutuar sobre seis metros de água.[2]

Golpes que envolvem declarações falsas sobre o valor de estoques podem ser testados no momento que as promessas são feitas: o esquema de Billie Sol Estes foi percebido pelos financiadores, pois alguém contou os tanques de fertilizante, mas mesmo em casos semelhantes eles podem ser enganados pelos valores falsos da garantia oferecida pelos tomadores de empréstimos, e assim seus contadores não perceberão a falcatrua. Fraudes em mercados financeiros podem envolver declarações sobre o crescimento das receitas corporativas ou sobre os preços “garantidos” das ações de empresas individuais. As corporações “administram” seus ganhos para que eles pareçam menos variáveis de um trimestre para o outro, porque os investidores pagarão preços mais altos pelas ações de empresas com ganhos estáveis. Uma declaração típica desse golpe é “os preços das ações da Amazon irão subir

para US$ 400 por ação em quatro de julho" ou "nosso objetivo de preço é de US$ 400 por ação"; além dessas, pode haver uma declaração como "os lucros corporativos irão aumentar a uma taxa de 15% ao ano pelos próximos cinco anos". Alguns dos rombos nos mercados financeiros envolvem declarações de "otimismo excessivo" sobre as receitas de empresas ou preços futuros de ações; nesse caso, as próprias pessoas que fazem essas afirmações sabem que elas provavelmente não são verdadeiras.

Wall Street ganha muito do seu dinheiro vendendo ações, e prospera com os "astros" pagos – e muito bem pagos – para declarar que os preços das ações de certas empresas irão aumentar. Eles são como os mestres de picadeiro em frente às tendas nos circos, que persuadem o público a comprar bilhetes para ver os engolidores de espadas e os hermafroditas. A probabilidade de que os preços das ações aumentem é duas vezes maior do que a de sua queda; por isso, os "estrategistas de mercado" possivelmente estarão mais certos do que errados – embora estar certo quanto à direção seja diferente de fazer as escolhas certas quanto aos preços das ações. Eles geralmente relutam em indicar que os preços de ações irão cair em conjunto – e muito raramente sugerem que de certas empresas recuarão (porque os principais executivos dessas empresas ficariam furiosos e ameaçariam nunca mais fazer negócios com o banco de investimentos). Caso os preços das ações caiam quando o discurso indicava que eles iriam aumentar, os informantes serão um problema para seus empregadores; porém, estes raciocinarão: "bem, eles foram bem pagos e são dispensáveis, e 'negócios são negócios'". Não é difícil encontrar substitutos.

A corrupção não pode ser medida a menos que a economia ou a sociedade tenha leis, normas ou regras que distingam os comportamentos permitidos daqueles ilegais ou imorais. Qualquer coisa seria permitida e aceitável em uma sociedade sem regras ou normas. A corrupção não ocorreria porque não haveria limite perceptível entre comportamentos aceitáveis e não aceitáveis. Virtualmente, todas as sociedades têm regras ou normas – aqueles códigos sobre o que é ou não um comportamento aceitável foram adotados para reduzir os custos de praticar negócios.

As leis são diferentes entre os países. Práticas que são legais em alguns podem ser ilegais em outros. Além disso, as leis e as normas de um país sobre comportamento não aceitável mudam com o tempo. Algumas práticas financeiras que eram legais nos Estados Unidos nos anos 1870 se tornaram ilegais cem anos mais tarde. Apesar dessas diferenças entre países e da mudança das leis ao longo do tempo, existe um senso mais amplo e universal de comportamento financeiro aceitável, baseado no Oitavo Mandamento: "Não roubarás."

O comportamento corrupto faz parte de todas as economias. O número de transações que parecem ultrapassar as normas morais e legais aumenta em períodos de euforia (como os anos 1990). Paradoxalmente, crescimentos em riqueza pessoal quando os preços das ações, imóveis e *commodities* aumentam anualmente em 30 a 40% por muitos anos parecem disparar a intensidade no comportamento fraudulento por parte daqueles que desejam aumentar ainda mais rapidamente sua riqueza. Alguns indivíduos desejam acompanhar os vizinhos e, assim, podem maquiar a verdade e seguir alguns atalhos. Empreendedores e administradores podem chegar ao limite do comportamento fraudulento devido ao aparente aumento na razão entre recompensa e risco. O potencial aumento na riqueza dos indivíduos que driblaram as regras e

enganaram o público parece ser extremamente grande em relação ao risco de serem apanhados, multados e expostos à humilhação pública. Alguns podem ter calculado que fariam uma grande fortuna com base na baixa probabilidade de serem detectados – e, caso isso aconteça, ainda podem ficar com a metade dos ganhos. As chances de serem presos são baixas, e as prisões para criminosos do colarinho branco são como modestos clubes de campo, com roupas monótonas e quadras de tênis de cimento.

A quebra e o pânico, com seu lema de *sauve que peut*[3] induzem muitas pessoas a trapacear no esforço de evitar a falência ou algum outro desastre financeiro. Um pouco de fraude hoje pode evitar uma catástrofe amanhã. Quando o *boom* acaba e as perdas se tornam aparentes, alguns indivíduos poderão fazer uma grande aposta na esperança de que um bom resultado proporcione uma via de fuga para o que, de outra forma, seria um desastre.

Nick Leeson, por exemplo, era um funcionário modesto – um dos cinco ou seis funcionários – no escritório de Singapura da Baring Brothers, o venerável banco mercantil de Londres. Ele negociava opções de ações, especialmente, no Nikkei, o principal índice de preços de ações de Tóquio. O escritório da Barings em Londres tinha estabelecido um limite sobre a posição de Leeson, a quantia máxima do capital da empresa que ele poderia arriscar, o qual agenciava opções de compra e venda sobre o Nikkei. A aquisição de uma opção de compra era uma aposta de que os preços das ações japonesas aumentariam, e a contratação de uma opção de venda era uma aposta de que estes cairiam. A venda de uma opção de compra era uma aposta de que o índice Nikkei não elevaria significativamente em preço, e a venda de uma opção de venda era uma aposta de que esse índice não recuaria significativamente. Quando Leeson negociava opções de compra ou de venda, devia pagar um prêmio para os vendedores das opções que estavam assumindo o risco do preço, e ao vender opções ganhava um prêmio, porque estava incumbindo-se disso.

Alguém no escritório de Leeson aparentemente cometeu um erro em uma transação que levou a uma perda na conta de negociação. Em vez de reconhecer o fato para o escritório central da Barings, Leeson vendeu algumas opções de venda sobre o Nikkei. Seu plano era usar o prêmio para compensar a perda do erro. Entretanto, o terremoto em Kobe levou a um forte declínio no preço das ações em Tóquio, e com isso Leeson sofreu um prejuízo no contrato das opções muito maior do que a receita do prêmio. Ele então "dobrou a aposta", na esperança de que um lucro no novo contrato compensaria as derrotas anteriores e de que a posição seria fechada – e ninguém no escritório principal saberia de nada. Infelizmente, Leeson perdeu a segunda aposta. Sempre que sua posição sofria uma baixa, ele "dobrava a aposta" novamente, na esperança de que dessa vez fosse ganhar. E continuou assim, até que as perdas acumuladas na sua conta de negociação eram mais ou menos iguais a todo o capital da Baring. Leeson provavelmente teve derrotas em quatro ou cinco apostas seguidas. Considere a probabilidade de que ele tivesse feito cinco apostas perdedoras, comparando esses lances com um tradicional "cara ou coroa" – a probabilidade de cinco caras seguidas é de 1 em 32. Se ele tivesse ganhado só uma delas, suas desventuras parariam nas primeiras páginas dos jornais, e Leeson não teria passado dois anos em uma prisão de Singapura.

A galeria de corretores "pilantras" inclui John Rusnak do escritório do Allied Irish Bank em Baltimore, que perdeu US$ 750 milhões com operações de câmbio antes do escritório

central em Dublin perceber quanto os prejuízos eram grandes. Yasuo Hamanaka, do escritório do Banco Sumimoto em Nova York, perdeu muitos bilhões de dólares negociando no mercado de cobre. Cinco negociantes do National Australia Bank em Sydney perderam centenas de milhões de dólares em operações de câmbio.

Leeson, Rusnak e os australianos fizeram uma extensa série de apostas fracassadas antes de serem descobertos. Seus problemas chegaram às manchetes porque eles ficaram sem dinheiro para pagar as apostas perdidas antes que pudessem fazer uma vencedora.

A probabilidade é alta – muito alta – de que tenham existido outros negociantes pilantras que começaram como Leeson e Rusnak e sofreram perdas em duas, três ou quatro das suas apostas de "o dobro ou nada" antes de ganhar novamente. Nesse caso, o capital do banco não foi afetado, e o comportamento ilegal e fraudulento não foi detectado.

Este capítulo aborda a fraude financeira de maneira descritiva e anedótica. O *Livro Guinness dos Recordes* não tem ainda um capítulo sobre a magnitude de golpes e fraudes financeiros. Já ocorriam falcatruas financeiras na expansão econômica dos Estados Unidos depois da Guerra Civil, e o golpe estava disseminado na Era Dourada dos anos 1880. No final dos anos 1920, alguns banqueiros continuaram a vender os títulos de diversos países latino-americanos mesmo depois de saber que os países haviam parado de pagar juros.

O BCCI (Bank of Credit and Commerce International) foi um grande beneficiário financeiro dos choques do preço do petróleo nos anos 1970. Esse banco foi fundado no Paquistão e estabeleceu uma rede de filiais e subsidiárias por todo o Oriente Médio, em Londres e, subsequentemente, em algumas das maiores cidades da Europa e África. O BCCI prosperou depois dos surtos nos preços do petróleo nos anos 1970. O Oriente Médio estava inundado de dinheiro, e alguns dos seus primeiros depositantes foram xeiques ricos do Golfo Pérsico – assim, percebe-se o apelo sutil do BCCI junto aos depositantes muçulmanos. Dessa forma, o banco fez grandes empréstimos para governantes por razões políticas, o que evitou problemas com regulamentação e ajudou o BCCI a se expandir.

O Bank of Credit and Commerce International pode ter sido um dos maiores esquemas Ponzi antes de Madoff. Empréstimos de baixo desempenho eram refinanciados, e, na prática, o reconhecimento das perdas era postergado: alguns dos empréstimos do BCCI para um magnata naval azedaram, e então o banco usou contabilidade fraudulenta para ocultar as derrotas, subornando também os auditores. O BCCI lidava extensivamente com opções para recuperar as perdas com empréstimos, reconhecendo opções "no dinheiro" pelo seu valor de mercado e avaliando opções "fora do dinheiro", nas quais tinha perdas a zero. A instituição continuou a se expandir enquanto podia vender depósitos para sua "clientela cativa". Quando a bolha implodiu no Japão no início dos anos 1990, os grandes bancos sediados em Tóquio e Osaka sofreram grandes perdas nos empréstimos feitos para financiar as compras de imóveis e ações. Alguns dos bancos regionais no Japão sofreram perdas ainda maiores com empréstimos, muitos deles gastos em campos de golfe, hotéis e parques de diversão, realizados para promover as economias locais. A tradição de que os empréstimos devem ser pagos não estava bem estabelecida no país. Em vez disso, a prática era tomar dinheiro emprestado e usar o de novos empréstimos para pagar os juros do que estava pendente, e assim as dívidas aumentavam com a taxa de juros. Essa prática de "refinanciamento eterno"

era segura, pelo menos enquanto a taxa de aumento nos valores das propriedades fosse maior do que a taxa de juros.

Quando os preços dos imóveis começaram a cair, parte das trapaças no processo de aprovação de empréstimos ficou conhecida. A proprietária de um pequeno restaurante em Osaka tomou emprestado o equivalente a vários bilhões de dólares da filial local do Banco Sumitomo. Ela tinha um "relacionamento amigável" com o banqueiro local. Alguns dos avaliadores imobiliários dos bancos foram subornados (ou talvez intimidados) pela Yakuza, que descobriu um meio menos arriscado de roubar bancos, ou seja, por meio de empréstimos baseados em avaliações altamente inflacionadas dos imóveis dados como garantia. Os executivos seniores dos grandes bancos regionais fizeram empréstimos a desenvolvedores imobiliários para que eles pudessem comprar terras pertencentes aos executivos dos bancos. Diversos oficiais seniores do Ministério das Finanças foram entretidos em um "restaurante onde as calcinhas eram proibidas", com pisos espelhados. A suspeita era de que esses oficiais deram informações antecipadas para seus anfitriões sobre as iminentes mudanças nas regulamentações financeiras.

Quando as bolhas imobiliárias na Tailândia, Malásia e em outros países asiáticos implodiram e os bancos sofreram grandes perdas, subitamente surgiu o "capitalismo de compadre" – tratamento preferencial para certos tomadores de empréstimos que, por alguma razão, não era evidente nos primeiros anos de exuberante crescimento econômico. A Indonésia foi o "negócio da família Suharto" por mais de trinta anos – e de grande sucesso, considerando o aumento do seu PIB. Quando a Indonésia estava indo bem, os bancos ficavam satisfeitos em fazer empréstimos para as empresas lideradas pelos filhos do presidente Suharto – de fato, alguns dos bancos eram liderados pelos seus filhos e não estavam particularmente preocupados se os projetos financiados com esses empréstimos seriam lucrativos.

Uma das manchetes financeiras comuns nos Estados Unidos do começo dos anos 1980 era o iminente desastre financeiro das associações de poupança e empréstimos norte-americanos e das caixas econômicas – instituições de poupança que haviam sido estabelecidas para ajudar os norte-americanos com poucos recursos a financiar a compra da sua primeira casa; usavam os fundos obtidos da venda de depósitos com vencimento de curto prazo para comprar hipotecas com taxa de juros fixas e vencimentos de longo prazo. Uma vez que os vencimentos não eram iguais, as instituições de poupança assumiam um "risco de transformação" (às vezes chamado "risco de duração"), pois as taxas de juros de curto prazo poderiam aumentar em relação às de longo prazo, e a diferença entre as taxas de juros que eles recebiam sobre seus empréstimos e os que pagavam sobre seus depósitos diminuiria, talvez até se tornando negativa. As instituições de poupança tiveram que conviver com esse risco por cinquenta anos, porque as taxas de juros sobre depósitos de curto prazo eram regulamentadas por agências do governo para limitar concorrência "excessiva" de preços entre os bancos e as instituições de crédito na concorrência pelos depósitos. Entretanto, na segunda metade da década de 1970, as taxas de juros sobre os títulos em dólar norte-americano dispararam, e muitos indivíduos sacaram seu dinheiro das instituições de poupança para que pudessem comprar títulos do Tesouro dos Estados Unidos e fundos do mercado monetário que ofereciam

taxas de juros mais altas do que as instituições de poupança eram autorizadas a pagar.

O problema para as instituições de poupança era o seguinte: se elas aumentassem as taxas de juros sobre seus depósitos a níveis que fossem competitivos com as taxas de juros sobre os títulos do Tesouro (supondo que, com isso, os reguladores aumentassem os tetos das taxas de juros), seus pagamentos de juros seriam maiores do que as taxas de juros que recebiam das hipotecas e, assim, seu capital iria erodir e por fim desaparecer. Se, em vez disso, elas vendessem hipotecas para reduzir a diferença entre seus pagamentos de juros e seus juros recebidos, sofreriam perdas grandes e imediatas, porque os preços de venda das hipotecas estariam abaixo – provavelmente muito abaixo – dos preços que essas instituições haviam pagado.

Contudo, a maioria das instituições de poupança decidiu pagar as taxas de juros maiores sobre os depósitos: a morte lenta era preferível. Cada uma podia estimar a taxa mensal de depleção do seu capital e projetar a data em que ele seria finalmente exaurido.

Centenas (e depois milhares) dessas instituições de poupança faliram, e, inicialmente, foram assumido pela Federal Savings and Loan Insurance Corporation ou pela Federal Deposit Insurance Corporation, as agências do governo dos Estados Unidos para garantia e seguro de depósitos. Essas agências governamentais venderiam os bons empréstimos das instituições falidas e usariam o dinheiro dessas vendas e suas reservas acumuladas para pagar aos depositantes 100 centavos para cada dólar de depósitos.

As reservas acumuladas e o capital do FSLIC e do FDIC, construídos ao longo de quase cinquenta anos, logo foram exauridos. Assim, as agências de garantia de depósito não podiam mais fechar essas instituições de poupança com saldo negativo, uma vez que elas não tinham dinheiro suficiente para honrar a garantia dos depósitos. As agências precisavam de um subterfúgio para permitir que as instituições de poupança falidas continuassem abertas, e assim descobriram a política da “paciência”, que as permitiu atuar.

Inevitavelmente, as perdas da FSLIC e da FDIC precisariam ser pagas, seja por uma transferência de dinheiro dos contribuintes do Tesouro ou por aumentos nos prêmios de seguro de depósitos cobrados dos bancos e instituições de poupança sobreviventes, os quais eram veementemente contrários a pagar prêmios maiores para cobrir as perdas dos seus concorrentes falidos.

Diversos membros do congresso norte-americano atrasaram os esforços de aquisição de fundos do Tesouro, com os quais a FSLIC e a FDIC pagariam os depositantes e fechariam as instituições falidas; esses oficiais eleitos queriam usar o desastre financeiro para forçar uma desregulamentação da indústria de serviços financeiros. Algumas das instituições de poupança falidas foram “recapitalizadas” como “instituições fênix”. Uma instituição compraria outra, e o lado dos ativos do balancete da compradora seria creditado com uma grande entrada de “boa vontade” – e, assim, haveria um aumento correspondente no seu capital. A ideia – mais precisamente, a esperança – era de que ao longo dos próximos vinte ou trinta anos os lucros das instituições compradoras seriam suficientes para que pudessem amortizar a “boa vontade” e seu saldo negativo.

Alguns empreendedores tiveram a brilhante ideia de salvar as instituições de poupança

falidas ajudando-as a aumentar rapidamente seus depósitos e empréstimos para que seus lucros sobre novas hipotecas e empréstimos fossem maiores do que suas perdas com as antigas a baixas taxas de juros. Em 1982, o congresso norte-americano reduziu as regulamentações aplicadas às instituições de poupança, o que indicou que elas poderiam comprar praticamente qualquer tipo de título. Ao mesmo tempo, o teto para o depósito máximo segurado que qualquer indivíduo poderia ter em uma única instituição de poupança aumentou de US$ 40.000 para US$ 100.000 (entretanto, os indivíduos poderiam contornar facilmente esse teto adquirindo depósitos de versões ligeiramente diferentes do mesmo nome). O senhor Jones, por exemplo, poderia ter um depósito garantido de US$ 100.000; a senhora Jones, um de US$ 100.000, e os dois juntos, uma terceira conta garantida de US$ 100.000. A família Jones ainda poderia abrir contas de depósito separadas para cada filho, além de uma série de contas conjuntas.

Essas instituições de poupança falidas estavam ansiosas para comprar qualquer empréstimo ou título que oferecesse taxas de juros relativamente altas – e então se tornaram um dos "mercados naturais" para os títulos "junk" ou duvidosos. Inicialmente, o suprimento de títulos duvidosos limitou-se àqueles do tipo "anjos caídos", os quais perderam sua classificação de investimento porque as empresas emitentes haviam passado por dificuldades. A perda da classificação de investimento significava que algumas instituições financeiras não poderiam mais possuir esses títulos, e assim as taxas de juros caíram rapidamente.

Michael Milken da Drexel Burnham Lambert desenvolveu algumas inovações de mercado que aumentaram muito a demanda e o suprimento de títulos "junk". A queda nas taxas de juros e o aumento na de crescimento econômico nos anos 1980 criaram um ambiente encorajador para o crescimento do mercado de títulos duvidosos. Para vender esses títulos, explicava-se que a diferença entre as taxas de juros dos títulos duvidosos e as dos títulos com classificação de investimento era muito maior do que as perdas que os proprietários desses títulos sofreriam quando um dos tomadores de empréstimo falisse.

Milken proporcionou o financiamento para alguns dos seus amigos e associados a fim de obter o controle de instituições de poupança, companhias de seguros e outras empresas que seriam compradoras "naturais" dos títulos duvidosos. Ele também forneceu "cartas de garantia" para os empreendedores que estivessem decidindo assumir uma empresa estabelecida, garantindo a eles que a Drexel poderia levantar o dinheiro de que precisassem. Quando seus amigos passavam a controlar essas companhias, as empresas emitiam títulos duvidosos que seriam garantidos pela Drexel, e Milken então os colocava com as instituições de poupança e companhias de seguros controladas por seus amigos. A Drexel estabeleceu seus próprios fundos mútuos que comprariam os títulos duvidosos que havia garantido.

Milken tinha uma máquina de fazer dinheiro. A Drexel ganhava taxas de garantia – quando as empresas que eram suas clientes emitiam novos títulos duvidosos –, taxas pela venda de títulos para os fundos mútuos, e das ações nos fundos mútuos para o público norte-americano e taxas de administração por operar os fundos mútuos.

A Merrill Lynch – a onipresente Merrill – começou a corretar depósitos para instituições de poupança. As instituições na Califórnia e no Sudoeste começaram a oferecer taxas de juros muito mais altas, e o exército de milhares de corretores da Merrill tornou-se o canal para

mover dinheiro de todo o país para as instituições de poupança controladas pelos amigos de Milken. Os depósitos que elas estavam vendendo eram garantidos pelo Tesouro dos Estados Unidos – e isso era tudo que os compradores queriam saber.

Poucos dos corsários corporativos financiados por Milken tinham suficiente experiência industrial. Eles usaram o dinheiro do Tio Sam – ou seja, obtido com a venda de depósitos garantidos pelo governo dos Estados Unidos – para comprar mais de cinquenta empresas. Muitas vezes, pagavam demais por elas – mas, afinal, estavam usando o dinheiro do Tio Sam.

Muitas das empresas não foram capazes de lucrar o suficiente para pagar os juros sobre os títulos pendentes, mas nada de preocupação: elas emitiram alguns novos títulos que as aliviaram da obrigação de pagar os juros sobre os pendentes, e as instituições de poupança amigas de Milken também compraram esses títulos. A máquina de fazer dinheiro continuou a funcionar enquanto o mercado de títulos duvidosos permaneceu vibrante (Isso lembra as finanças Ponzi?). Entretanto, esse mercado entrou em colapso no final dos anos 1980 depois que reguladores federais mudaram as regras para que as instituições de poupança não pudessem mais comprá-los; dessa forma, a liquidez desapareceu do mercado de títulos duvidosos. Os preços deles caíram rapidamente, e seus portadores sofreram grandes perdas. A maioria dos títulos duvidosos que veio ao mercado nos anos 1980 foi garantida pela Drexel, e cerca de metade não foi paga; por esse motivo, a Drexel sofreu grandes perdas nas posições desses títulos e foi à falência em 1992.

No fim do desastre, as instituições de poupança custaram ao governo federal mais de US$ 100 bilhões. Se o congresso dos Estados Unidos tivesse fornecido às agências de garantia de depósitos o dinheiro para fechar as instituições de poupança falidas no começo dos anos 1980, quando seu capital estava esgotado, o custo para os contribuintes norte-americanos teria sido na faixa de US$ 20 a US$ 30 bilhões. Grande parte da diferença entre os custos reais e os que incorreriam se as instituições de poupança falidas fossem fechadas rapidamente resultou dos gastos com o fechamento das instituições de poupança falidas que se tornaram grandes compradoras de títulos duvidosos.

Milken e sua família tornaram-se bilionários, e ele provavelmente continuou nessa posição, mesmo depois de pagar uma multa de US$ 550 milhões e passar trinta meses em um “clube de campo” federal (prisão de segurança mínima).

FATOS E FICÇÃO SOBRE OS TÍTULOS “JUNK” OU DUVIDOSOS

As aquisições corporativas e títulos “junk” criaram uma literatura interessante. Considere os títulos dos livros de ficção e de não ficção. *A fogueira das vaidades,* de Tom Wolfe,[4] é uma impressionante descrição dos valores da elite financeira de Nova York. *Predator's ball* (A festa dos predadores), de Connie Bruck, é uma descrição de uma festa anual de compradores e vendedores de títulos “junk”. *Barbarians at the gate*é uma história sobre a tentativa de tomada da RJR Nabisco. É difícil decidir quem era menos atraente: os compradores potenciais ou o alvo. O título do livro de James Stewart, *Covil de Ladrões*,[5] dá uma pista sobre a história de Milken e seus amigos. *A License to Steal*, de Ben Stein, oferece o registro de grandes falências corporativas nos anos 1980 e 1990 e também informa quantas dessas empresas tiveram seus títulos garantidos pela Drexel Burnham Lambert.

7.2 Golpes e roubos nos anos 1990

Houve um excesso de embustes, golpes e fraudes nos Estados Unidos na segunda metade dos anos 1990. Como mencionado antes, a Enron estava na primeira posição da lista de empresas envolvidas em fraudes e falcatruas associadas com o *boom* do mercado de ações. A empresa nasceu da fusão de duas linhas de gás natural regulamentadas e tinha dois “braços”. A “Enron pesada” fez grandes investimentos em uma usina hidrelétrica na Índia e em sistemas de água na Grã-Bretanha e no México. A “Enron leve” começou a se expandir rapidamente na produção e venda de eletricidade, gás natural, banda larga e qualquer outra coisa que pudesse ser vendida em um mercado atacadista. A imprensa considerava a Enron a empresa mais importante do movimento de desregulamentação do mercado de eletricidade. A rápida expansão dos dois braços da Enron exigia grandes quantias de dinheiro para investimento em plantas e equipamentos, instalações de venda e software. A empresa vendeu muitos títulos e proporcionou rendas substanciais para seus principais instituições financeiras investidoras, a Merrill Lynch e a Salomon Smith Barney. No seu pico, a capitalização de mercado da empresa era de US$ 250 milhões; o valor de mercado de seus títulos, a US$ 100 por unidade, superior a US$ 200 bilhões, e o valor de mercado das suas ações públicas, correspondente a US$ 40 bilhões.

Logo depois que os preços das ações nos Estados Unidos começaram a cair rapidamente em 2000, a Enron – certa vez considerada (pelos membros da sua própria equipe de relações públicas) a sétima maior empresa dos Estados Unidos e descrita pela revista *Fortune* como uma das empresas mais inovadoras do país – pediu falência. O valor de mercado das ações era zero, e o dos títulos caiu rapidamente.

Uma questão intrigante é saber em que momento os principais administradores da Enron chegaram à proverbial “encruzilhada” e começaram sua intrincada caminhada para as falcatruas financeiras. Grande parte da compensação total dos gerentes seniores da Enron vinha da venda de opções em ações recebidas da empresa, como incentivos. Quanto maior o rápido crescimento dos lucros da Enron, maior o preço de suas ações. Quanto mais valiosas as opções, mais ricos os proprietários delas. Os funcionários seniores da Enron tinham uma poderosa razão para manter os lucros aumentando, já que sua fortuna pessoal estava ligada ao preço das ações.

A Enron estava respondendo aos desafios apresentados pelos analistas do mercado de ações em Wall Street. Trimestre após trimestre, os analistas previam o ganho por ação até o último centavo. Houve muitos exemplos de empresas que não cumpriram suas estimativas de ganhos. Os preços das suas ações caíram em 10 ou 20%. Os principais gerentes financeiros da Enron, além daqueles de outras empresas, eram fortemente incentivados a “ajustar” os ganhos para que as estimativas dos analistas de Wall Street fossem atendidas.

A empresa havia entrado em acordos de venda e relocação com a Merril Lynch e a JPMorgan para algumas barcas geradoras de eletricidade na Nigéria. Esses bancos pagariam pelas barcas preços acima daqueles praticados no mercado para que a Enron pudesse lucrar com sua venda, o que contribuiria com os lucros anuais reportados pela empresa. A Merryl

Lynch e a JPMorgan não eram instituições de caridade, e como pagaram altos preços pelas barcas, os pagamentos anuais que cobravam pelos *leases* também eram maiores. Do ponto de vista da Enron, o aumento nos lucros no primeiro ano ocorreria à custa dos lucros nos próximos.

A Enron empenhava-se em aumentar seus lucros anuais independentemente do impacto negativo sobre os lucros do ano seguinte, e o problema de aumentar os lucros naquele ano poderia ser solucionado depois, no ano seguinte.

Assim, a empresa havia atribuído valores muito altos a alguns esotéricos contratos a serem formados no futuro e que venceriam em cinco e dez anos, sem preços de mercado prontos para referência. Em seguida, ela elevou o valor atribuído a esses contratos de um ano para o outro, contribuindo para os lucros reportados pela Enron – o que foi semelhante ao exagero de Billie Sol Estes sobre o número de tanques de fertilizantes que havia alugado nos anos 1990.

Os truques financeiros da Enron levaram a aumentos de mais de US$ 1 bilhão nos lucros reportados; a empresa ocultava débitos substanciais, que foram enterrados em parcerias de financiamento fora dos balancetes, os chamados veículos especiais de financiamento (SFVs – Special Financing Facilities or Vehicles). Muitos bancos e empresas industriais usaram esses SFV para remover débitos dos seus balancetes a fim de se posicionar melhor para aumentar as quantias que poderiam tomar emprestado. As regras de contabilidade garantiam que esses SFV poderiam ser considerados entidades independentes enquanto 3% do patrimônio líquido da SFV pertencessem a “indivíduos não relacionados”. A Enron era proprietária de 97% das parcerias, e alguns dos indivíduos que possuíam os 3% restantes eram funcionários seniores e até banqueiros da empresa, ansiosos para conceder empréstimos e investir nessas parcerias, já que a Enron era uma fonte de grande renda. Essas parcerias tinham nomes tirados do filme *Guerra nas estrelas* – JEDI, Chewco, e assim por diante. Elas tomariam empréstimos dos bancos e outros financiadores como se fossem independentes da Enron e então investiriam os fundos com a empresa.

Parte do dinheiro obtido com os empréstimos dos SFV foi usado pela Enron para manter os preços das suas próprias ações. Essa é, mais ou menos, a estratégia de Nick Leeson, ou seja, arriscar tudo: se o preço das ações caísse, então o valor das parcerias cairia e eles iriam à falência. Mas essa é a prática tradicional, usada inclusive por ferrovias norte-americanas no século XIX.

O colapso da Enron levou à morte da Arthur Andersen, antes a mais respeitada das empresas de contabilidade dos Estados Unidos – embora nos anos anteriores ela tivesse sido processada pelos credores do Hospital Batista do Arizona, Waste Management e diversos outros clientes de auditoria que foram prejudicados. A empresa foi acusada de destruir documentos depois que a Comissão de Títulos e Câmbio dos Estados Unidos começou a investigar as finanças da Enron. A Andersen havia vendido US$ 2 milhões por ano em serviços de auditoria para a Enron e US$ 25 milhões em serviços de consultoria. O desejo de ficar com a renda da consultoria atrapalhou o julgamento da Andersen; ela não considerou adequadamente a maneira como a Enron deveria medir seus lucros, para não dizer outra coisa. A empresa foi condenada por obstrução da justiça em junho de 2002 e perdeu centenas de seus clientes, que não queriam ser associados a uma instituição com a reputação manchada – e

assim, ela fechou. A Andersen foi só um dos grupos externos cooptados pela Enron: seu conselho diretor continha diversos conflitos de interesse, já que alguns membros recebiam taxas de consultoria da empresa. A Enron estabeleceu diversos grupos de conselheiros, geralmente da mídia, por US$ 25.000 ao ano para participar de uma reunião anual. O presidente da empresa, Kenneth Lay ("Kenny boy", em alguns círculos políticos de Washington), também contribuía grandemente com políticos.

Foram feitas acusações criminais contra mais de trinta funcionários da Enron, e apurou-se que houve três tipos principais de falcatrua financeira. A orientação geral era exagerar as rendas e minimizar o crescimento das dívidas: alguns dos principais funcionários também declaravam rendas menores para o imposto de renda. Ken Lay e outros foram acusados de fornecer informações enganosas sobre o bem-estar financeiro da empresa. Cinco foram considerados culpados depois dos julgamentos, e um foi absolvido. Quinze declararam-se culpados.

Jeffrey Skilling, o segundo em comando na Enron, foi acusado com 35 violações da lei, incluindo conspiração, fraude financeira e eletrônica e *insider trading*. Ele recebeu uma longa sentença de prisão (24 anos e 4 meses) em 2006. Andrew Fastow, o diretor financeiro, declarou-se culpado em relação à conspiração para cometer fraude financeira e foi aprisionado por um mínimo de dez anos sem possibilidade de condicional. Leah Fastow, sua esposa, declarou-se culpada de fraude fiscal e foi presa por seis meses. Ben Glisan, o tesoureiro corporativo, também assumiu a culpa de fraude financeira e eletrônica, recebendo uma sentença de cinco anos. Michael Kopper, um dos diretores financeiros, declarou-se culpado de fraude e lavagem de dinheiro. Os ex-diretores da Enron concordaram em fazer um acordo de US$ 168 milhões para um processo dos acionistas, pagando US$ 13 milhões dos seus próprios bolsos e o resto com os proventos de uma apólice de seguros. A Lehman Brothers pagou US$ 222 milhões como parte desse acordo, e o Bank of America desembolsou US$ 69 milhões.

Já a WorldCom foi uma das empresas de comunicação de crescimento mais rápido nos anos 1990, com mais de sessenta aquisições. Bernie Ebbers, ex-professor de educação física e treinador de basquete colegial em Jackson (Mississipi), foi o maestro dessa rápida expansão. Os ganhos por ação da WorldCom aumentaram rapidamente, já que a razão entre os preços das suas ações e suas receitas era maior do que os das ações das empresas que estavam sendo adquiridas. A WorldCom pagou por suas aquisições trocando suas ações recém-emitidas por ações das empresas englobadas.

Os ganhos por ação da WorldCom estavam aumentando rapidamente porque ela estava "comprando" as rendas de empresas com ações de preço mais baixo que o seu (e não podia comprar uma empresa com ações de preço mais alto porque isso levaria a um declínio na taxa de crescimento da sua receita). Ebbers estava se arriscando: para manter o alto valor de suas ações, a empresa precisava continuar a comprar outras com ações de preço mais baixo. Como essas aquisições levaram ao aumento do tamanho da WorldCom, o único modo de manter o rápido crescimento da receita era adquirir empresas cada vez maiores; o problema – comum em empresas que aumentam sua receita por ações mediante aquisições – é que o número de empresas que continuavam sendo alvos atraentes diminuía conforme a WorldCom ampliava de

tamanho.

A última aquisição da WorldCom foi a MCI, uma das empresas mais inovadoras da indústria de telecomunicações dos Estados Unidos, que quebrou o monopólio da AT&T em torres de micro-ondas para serviços telefônicos de longa distância. A MCI era tão grande que a empresa resultante da fusão foi renomeada MCIWorldCom. No esforço de manter o crescimento das suas receitas, a nova empresa tentou então se fundir com a US Sprint, mas a proposta foi bloqueada pelas autoridades reguladoras dos Estados Unidos.

Logo depois, a MCIWorldCom pediu falência – na época, a maior da história dos Estados Unidos. As investigações subsequentes revelaram que os diretores financeiros da empresa haviam exagerado as receitas alegando que US$ 4,8 milhões em despesas diárias eram "investimentos" – na verdade, os números falsificados chegaram a US$ 10 bilhões. A principal razão dessa fraude contábil foi a necessidade de manter o crescimento das receitas para fixar o preço das ações. Dois dos altos funcionários da WorldCom foram presos e acusados, declararam-se culpados e foram presos.

Mais tarde, soube-se que a MCI havia emprestado a Bernie Ebbers mais de US$ 400 milhões por baixo dos panos. Ele havia usado suas ações da WorldCom como garantia do empréstimo, e parte do dinheiro obtido com ele foi utilizada para comprar mais ações da WorldCom. Ebbers não aprendeu a primeira lição sobre investimentos – a diversificação dos ativos.

A Enron e a WorldCom tornaram-se vítimas do próprio sucesso. Os analistas do mercado de ações em Wall Street desenvolveram a prática de prever as receitas trimestrais de cada empresa. Se a empresa não atingisse os objetivos de receita, o preço das ações cairia 15 ou 20%. Um grande golpe. Então, os diretores financeiros começaram o jogo de dois modos: se as receitas previstas provavelmente fossem maiores que o estimado, eles tinham um incentivo para pagar antecipadamente despesas ou adiar os recebimentos, postergando, na prática, o reconhecimento das receitas. Os analistas de Wall Street poderiam aumentar os níveis, e o que seria um surto único nas receitas se tornaria um novo padrão, mais elevado. Por outro lado, se as receitas reportadas pela empresa estivessem abaixo das estimativas, eles teriam um forte incentivo para "tomar emprestadas" as receitas do futuro ao atrasar pagamentos ou avançar recebíveis. O problema ficaria mais sério no próximo trimestre.

O julgamento de Bernie Ebbers, acusado de enganar o público sobre a condição financeira da empresa, começou em janeiro de 2005. Seus advogados alegaram que ele foi mal informado por Scott Sullivan, o diretor financeiro da WorldCom, e relataram também que Sullivan afirmou que Ebbers dirigiu a fraude só para conseguir uma redução no seu próprio tempo de prisão. Dez dos ex-diretores da WorldCom concordaram em pagar US$ 18 milhões dos seus próprios fundos como parte de um acordo de US$ 54 milhões com os acionistas. Ebbers recebeu uma sentença de prisão de 25 anos.

Dennis Kozlowski, presidente da Tyco, um conglomerado de US$ 200 bilhões, e Mark Swartz, seu diretor financeiro, foram acusados pelo governo federal de pilhar centenas de milhões de dólares da empresa de duas maneiras: atribuíram a si mesmos opções de compra de ações da Tyco sem aprovação dos diretores da companhia e usaram o caixa para pagar suas despesas pessoais. O BC norte-americano não gostou nada da cortina de chuveiro de US$

6.000 e da festa de aniversário de US$ 2 milhões na Sardenha para a segunda senhora Kozlowski, cuja metade dos custos foi pelo pela Tyco. A imprensa reportou que um dos destaques da festa foi uma escultura de gelo que reproduzia o Davi de Michelangelo, que dispensava vodka de uma parte vital da parte inferior do corpo.

A Tyco comprou várias centenas de empresas em uma grande variedade de indústrias, pagas principalmente com suas ações mas, ocasionalmente, com o dinheiro obtido da venda de títulos e de empréstimos bancários. A companhia maquiava as receitas das empresas que iria adquirir e, depois que estas concordavam com a aquisição, apertava suas receitas ou as suprimia de alguma forma, para que depois disparassem quando fossem integradas à família Tyco, o que contribuía para o rápido crescimento das receitas da empresa.

A Tyco também era sensível em relação aos seus custos e, especialmente, aos impostos. O quartel-general operacional da empresa ficava em New Hampshire (um estado sem imposto de renda ou imposto sobre vendas), e sua base legal era em Bermuda, o que permitia à empresa evitar o pagamento do imposto de renda corporativo cobrado nos Estados Unidos. O estado de Nova York alegou que Kozlowski não pagou o imposto sobre vendas de US$ 1 milhão em quadros que ele comprou na cidade de Nova York por alegar que os quadros seriam enviados para New Hampshire – as caixas vazias onde as pinturas deveriam estar foram enviadas para lá depois que os quadros foram removidos e remetidos ao apartamento dele em Nova York.

Kozlowski foi considerado culpado em um segundo julgamento, depois que o primeiro acabou sem uma decisão do júri. A Tyco, ao contrário da Enron e da MCIWorldCom, não foi à falência. A fraude foi pessoal, e não corporativa.

Em outro caso, a família Rigas foi acusada pelo governo federal de pilhar a Adelphia Communications, o sexto maior sistema de TV a cabo dos Estados Unidos, estimado em US$ 2,3 bilhões. Suas transgressões combinaram elementos do mau comportamento da Enron e da WorldCom. A família coletou mais de US$ 3 bilhões em empréstimos fora do balancete, e a companhia inflou as despesas com capital e ocultou as dívidas. A Adelphia começou como uma pequena empresa familiar: o limite entre as contas pessoais e as contas da empresa muitas vezes é confuso nessas situações. Muitos dos empréstimos da empresa foram garantidos pela família, e muitos dos da família foram garantidos pela empresa. A família tomou empréstimos, em grande parte, para manter as ações da companhia. O ex-diretor financeiro e o ex-vice-presidente declararam-se culpados, e dois membros da família Rigas foram condenados.

Há também o caso de Richard Scrushy, fundador e presidente da HealthSouth, que foi acusado de uma fraude contábil de quase US$ 3 bilhões. Um julgamento foi iniciado em janeiro de 2005, mas ele foi inocentado à época, embora acordassem que houve mesmo uma fraude. Scrushy alegou que ela foi cometida por seus subordinados, que sugeriram a ele a administração do esquema só para que o tempo de prisão deles fosse reduzido. Em um segundo julgamento, ele foi declarado culpado em diversas acusações e preso. Mais tarde, em um julgamento civil, Scrushy foi condenado a pagar uma multa de US$ 2,86 bilhões, talvez a maior da história dos Estados Unidos, de acordo com a reportagem do *Wall Street Journal*.

Sam Waksal, fundador e promotor da ImClone, também foi condenado à prisão federal, depois de se declarar culpado de seis crimes federais. Waksal disse ao seu pai e à sua filha

para venderem suas ações na empresa, porque uma declaração negativa da Administração de Alimentos e Medicamentos dos Estados Unidos (FDA – Food and Drug Administration) seria liberada no dia seguinte e levaria a uma queda no preço delas.

A estadia de Martha Stewart na prisão por cinco meses pode estar relacionada com a decisão de Sam Waksal de vender ações da ImClone. Stewart vendeu suas ações, mas negou ter recebido qualquer informação de Waksal, uma coincidência interessante. O governo federal indiciou-a sob a acusação de "obstrução da justiça", ela foi declarada culpada e, depois, presa.

Richard Grasso, presidente e diretor executivo da Bolsa de Valores de Nova York, apareceu nas primeiras páginas dos jornais do país com a notícia de que seu pacote de benefícios de aposentadoria era de US$ 150 milhões. A Bolsa de Valores de Nova York é de propriedade dos seus membros: proporciona-lhes um ambiente de negociação e regula suas práticas comerciais, além de ser, formalmente, uma instituição sem fins lucrativos, pois é o árbitro das práticas comerciais permitidas. A maioria dos diretores da Bolsa é das empresas reguladas por ela – ou, mais precisamente, talvez devesse ser. O pacote de compensação de aposentadoria de Grasso parecia alto – muito alto – em relação às receitas da Bolsa (um saldo positivo de US$ 28 milhões no ano anterior) e aos pacotes de benefícios de outros líderes de Wall Street. Suspeitava-se que Grasso não teria sido severo na frente regulatória porque não queria ofender os diretores que determinavam seu salário e bônus. Depois de clamor e pressão dos investidores dos fundos de pensão, Grasso demitiu-se. Subsequentemente, foi processado pelo procurador geral de Nova York, devido ao seu pacote de compensação.

A Global Crossing negociou a capacidade de rede com outras operadoras para inflar suas receitas, destruiu documentos e foi à falência – mas, antes disso, seu fundador e presidente Gary Winnick recebeu US$ 800 milhões das vendas das suas ações. Mais tarde, ele pagou uma compensação substancial em uma ação de classe por antigos acionistas, sem, entretanto, admitir ter feito algo errado.

A Shell Oil concordou em pagar uma multa de US$ 150 milhões para as autoridades regulatórias dos Estados Unidos e da Grã-Grã-Bretanha por exagerar o volume de petróleo nas reservas no solo. É mais difícil quantificar reservas subterrâneas de petróleo do que contar os tanques de fertilizante de Billie Sol Estes; diversos funcionários da Shell foram demitidos, mas nenhum foi para a cadeia.

ESCÂNDALOS DOS FUNDOS MÚTUOS EM 2003

Em 2003, diversas das famílias de fundos mútuos dos Estados Unidos – talvez metade das vinte maiores empresas que os administram – foram acusadas de fornecer privilégios excepcionais para diversos fundos de *hedge*, o que lhes permitiu grandes lucros às custas dos outros proprietários de ações dos fundos mútuos. Algumas dessas transações eram legais, mas a maioria não era, e todas violavam o contrato implícito entre o fundo mútuo e seus acionistas, segundo o qual todos seriam tratados igualmente. Cada fundo mútuo dos Estados Unidos é obrigado a fazer um contrato com a Comissão de Títulos e Câmbio do país, que estipula suas próprias regras para transações – uma descrição do que é comportamento permitido e o que não é. Uma característica da maioria dos contratos é a proibição de transações "entrada-e-saída" – feitas quando os investidores vendem as ações do fundo um dia ou dois depois de as comprar. O contrato geralmente diz que se um investidor realizar uma transação dessas pagará 1% adicional, caso contrário a requisição de venda pode ser postergada. Outro parágrafo padrão no acordo de oferta indica que os administradores do fundo não podem comprar ações de uma empresa se o fundo estiver negociando ações da mesma empresa – ou, se comercializarem ações da empresa, não poderão

"sair na frente", ou seja, comprar as ações de uma empresa para suas contas privativas antes que o fundo mútuo as adquira. Além disso, a prática padrão era liberar informações sobre os títulos que cada fundo possui somente no final do trimestre e não fornecer nenhuma informação sobre compras e vendas de títulos individuais entre essas datas trimestrais.

Diversos fundos de *hedge* realizavam transações de *timing* de mercado com os fundos mútuos; eles comprariam as ações destes se achassem provável que as notícias levariam a aumentos nos preços delas e no valor líquido por ação do fundo, que negociaria com "preços antigos" – era como pescar em um barril. Essa oportunidade surgiu porque parte dos fundos mútuos possuíam títulos estrangeiros, e os mercados nos quais esses títulos eram negociados fechavam mais cedo que o dos Estados Unidos. O mercado japonês, por exemplo, fechava na quinta-feira, antes que o norte-americano abrisse para negociação no mesmo dia. Os fundos mútuos informariam alguns dos fundos de *hedge* sobre as ações que estavam comprando e vendendo durante o quartil, embora não dessem as mesmas informações para outros acionistas. Alguns administradores de fundos mútuos negociariam as ações dos seus próprios fundos em uma base de "entrada-e-saída". Outros realizariam as compras antes do fundo mútuo.

Por que os fundos mútuos quebraram seus compromissos com seus acionistas? Porque muito dos negócios são *quid pro quo*,[6] e os fundos de *hedge* poderiam comprar ações em alguns fundos mútuos de uma das empresas administradoras que precisavam de incentivo.

A Canary Capital, um fundo de *hedge* de propriedade familiar, concordou em pagar uma restituição de US$ 20 milhões para os fundos mútuos e uma multa de US$ 10 milhões para a Comissão de Títulos e Câmbio por suas transgressões. A Massachusetts Financial Services, o mais antigo fundo mútuo dos Estados Unidos, aceitou um acordo de US$ 200 milhões. A Alliance Capital pagou uma multa de US$ 250 milhões e concordou em cortar suas taxas em US$ 350 milhões ao longo de vários anos. O fundador e principal proprietário da Strong Funds em Milwaukee assinou novamente suas posições de administração, vendeu seus interesses de propriedade e pagou uma multa de dezenas de milhões de dólares. A Morgan Stanley instruiu seus corretores a conduzir seus próprios fundos mútuos em vez de fundos em geral na forma de propina; seus clientes não estavam cientes de que os conselhos dos corretores não eram imparciais.

O aumento no número de golpes e o escopo do comportamento fraudulento atraíram os teóricos econômicos. Muitas das fraudes – muitas vezes pequenas – envolvem "finanças Ponzi", um padrão de transações financeiras em que os pagamentos de juros de uma empresa são maiores que os fluxos de caixa de suas operações.[7]

Outro teórico observou que esses tomadores de empréstimos que podem estabelecer as taxas de juros sobre suas dívidas pessoais participam de finanças Ponzi e usam o dinheiro obtido de novos créditos para fazer os pagamentos de seus empréstimos pendentes.[8]

Muitos dos empreendedores que armam operações de finanças Ponzi parecem conhecer e entender do que estão fazendo. Eles vivem bem por alguns meses ou anos antes que as autoridades os peguem. Ocasionalmente, um inocente envolve-se, e parece incapaz de entender o padrão do esquema.

7.3 Mestres de picadeiro, informantes e ladrões

Se você já esteve em uma feira ou circo, sabe que o mestre de picadeiro dos espetáculos provavelmente vai exagerar um pouco as atrações que serão vistas depois que a entrada foi paga. Se você estiver em um hipódromo, sabe que os "informantes" que querem vender suas listas de vencedores provavelmente não seriam aprovados no código de honra dos escoteiros quando descrevem quantos vencedores escolheram nos últimos dias ou na última semana – de algum modo, sua intuição sugere que, se eles tiveram metade do sucesso que alegam, não estariam vendendo suas dicas. Mas que interpretação você daria às declarações dos

"informantes" da Merrill, Morgan Stanley e Credit Suisse quando eles indicaram seus objetivos de preço para as ações de cada empresa?

No final da década de 1990, Henry Blodgett teve uma receita de US$ 10 milhões; Mary Meeker, de US$ 15 milhões; e Jack Grubman, de US$ 20 milhões. Henry, Mary e Jack foram apóstolos das pontocom e das empresas de telecomunicações nos anos da bolha da década de 1990. Eles conseguiram essas rendas dignas de astros do rock porque trouxeram muitas subscrições e negócios para seus empregadores de Wall Street. Não existe regra de ouro que relacione suas rendas aos lucros que geraram para seus empregadores, mas é seguro apostar que estes calcularam que os lucros produzidos por eles foram pelo menos três ou quatro vezes maiores do que suas rendas.

Henry Blodgett da Merrill Lynch ficou famoso por estabelecer objetivos de preço para as ações de empresas pontocom individuais – e alguns deles foram atingidos. No apogeu da tendência altista, essas realizações eram vistas como testemunhos do sucesso de suas previsões ou como uma profecia que realiza a si própria. Henry recebeu muita atenção em alguns e-mails internos na Merrill e criticava a atratividade de uma porção daquelas mesmas ações que estava promovendo para o público norte-americano. Henry concordou em deixar o negócio de títulos para nunca retornar, mas ficou com o dinheiro.

Jack Grubman, da Salomon Smith Barney, então parte da família Citigroup, ficou marcado por mudar sua recomendação sobre as ações da AT&T depois de um pedido educado do seu chefe, Sandy Weill. O aparente *quid pro quo* aconteceu porque Jack queria que Sandy o ajudasse a conseguir matricular suas filhas gêmeas na classe do jardim de infância da Associação de Jovens Hebreus da Rua 92 (o 92Y). Ao mesmo tempo em que o Citigroup fez uma contribuição de US$ 1 milhão para a Associação, Jack saiu da Salomon Smith Barney com um "aperto de mão dourado" (espécie de demissão "premiada") de US$ 20 milhões. Ele então pagou uma multa de US$ 20 milhões e concordou em não trabalhar novamente com títulos.

A Parmalat (o nome combina o nome da cidade de Parma, na Itália, com *latte,* ou leite), empresa italiana de leite e produtos alimentícios sediada nesta cidade, usou certificados de depósitos falsificados para aumentar seus ativos em US$ 4 bilhões. Os CDs fraudulentos foram preparados ao se sobrepor um documento a outro em uma máquina copiadora. Essa fraude – enganar o público investidor e os bancos de investimento – continuou por mais de dez anos.

Boiler shops, já mencionadas no Capítulo 3, são outra forma de golpe. Robert Brennan, da First Jersey Securities, operava uma série de *boiler shops* de alto nível. Os corretores de vendas nessas instituições se especializam em fazer chamadas para indivíduos sobre ações – da "Foguetes Shazam", por exemplo. O preço das ações da Shazam geralmente é baixo, talvez entre US$ 2 e US$ 5 por ação, e inicialmente muitas das ações da Shazam são de propriedade de *insiders* – os donos da *boiler shop*, os quais negociam uns com os outros, obtendo aumento do preço das ações – que pode ser de US$ 2 para US$ 3 por ação –, e então começam a fazer chamadas, destacando a elevação de 50% no preço das ações da Shazam nas últimas seis semanas. Eles descobriram que indíviduos ingênuos estão muito mais dispostos a comprar uma ação cujo preço tenha aumentado rapidamente e também sabem que os investidores

desinformados preferem ações de baixo preço.

Os golpes são diferentes do roubo comum, já que abusam da confiança das pessoas. Daniel Defoe achava o golpista em ações 10 mil vezes pior do que um ladrão de estrada, porque aquele roubava pessoas que conhecia – muitas vezes seus amigos e parentes – e sem nenhum risco físico.[9]

As fraudes devem ser diferenciados do pagamento de propinas, feito tanto para funcionários governamentais como para funcionários de empresas, realizado por um deles ou por terceiros. Essas transações ilegais e/ou imorais envolvem interpretação errônea e violação de uma confiança explícita ou implícita entre grupos particulares. Será que Arthur Andersen foi corrompido pelos US$ 25 milhões por ano em taxas de consultoria da Enron? Bernie Ebbers foi subornado por Jack Grubman porque arranjou para que Bernie pudesse comprar ações em vinte ou trinta empresas nos dias em que elas seriam vendidas para o público pela primeira vez? Na euforia da bolha, era extremamente provável que os preços delas dobrariam no primeiro dia de negociação. Ou Bernie subornou Jack Grubman com a ameaça implícita de que levaria o negócio de subscrições da WorldCom para outros bancos – como a Merrill Lynch ou a Morgan Stanley – a menos que recebesse tratamento preferencial na compra de ações recém-emitidas? As regras do mercado de ações e as do mercado de futuros são como um "código de pureza" elaborado para instilar no público a certeza de que todos serão tratados igualmente – mas na verdade as regras são elaboradas para proteger alguns membros das bolsas de consequências adversas se as trapaças para a indústria forem descobertas.

A National Association of Security Dealers (NASD) busca mover ações disciplinares contra os membros que violam as regras. Nos últimos anos, centenas de seus membros sofreram ações disciplinares.

A corrupção foi discutida historicamente por Jacob van Klaveren, que estava especialmente interessado nela como forma de transação de mercado, facilitando negócios lucrativos mas proibidos, conforme aqueles praticados nos mercados negros ou simplesmente desonestos, como a pilhagem da Índia por Clive ou Hastings.[10]

Van Klavaren discutiu também os sistemáticos desfalques da Royal African Company e da Companhia das Índias Orientais feitos por *insiders* que distorciam os lucros devidos aos acionistas por meio de contratos com as companhias que eles controlavam. De modo similar, em 1873, nos Estados Unidos, a Credit Mobilier desviou lucros dos acionistas da Union Pacific para o grupo interno conhecido e administrado por Oakes Ames, um congressista de Massachusetts, e seus asseclas congressionais e empresariais. Drew, Fisk e Gould "ordenharam" a Ferrovia Erie de maneira semelhante.[11]

As fraudes em mercados financeiros têm muitas faces – os diretores dão golpes nos acionistas, os gerentes seniores, nos diretores, os subscritores dos títulos, nos donos das empresas que estão trazendo a público e nos acionistas, os tomadores de empréstimos, nos bancos que lhes cederam os empréstimos e um grupo de funcionários pode dar golpes em outro. Quando a fraude é descoberta, alguns golpistas emitem letras de câmbio fraudulentas à custa daqueles que as possuem; só então os portadores das letras descobrem que têm em mãos

títulos falsos.

Atualmente, a linha que separa atos morais e imorais é menos indefinida do que antes. Uma das razões pela qual a modernidade se distingue do atraso é a moralidade. Nos primeiros estágios de desenvolvimento econômico, os códigos traziam honra e confiança somente dentro da família: o nepotismo era eficiente nessas circunstâncias, já que estranhos tinham licença para roubar. Em 1720, uma empresa poderia comprar os serviços de um homem, mas não sua lealdade. Ser um balconista era um convite para começar um negócio novo e competitivo em uma época na qual desfalques e comportamento fraudulento não eram considerados crimes.[12] O limite entre negócios e roubo, comércio e pirataria não era preciso.[13] Hammond destacou que não foi até 1799 que o empréstimo de fundos bancários por administradores do banco foi considerado ilegal,[14] embora a investigação da Casa dos Comuns em 1720 sobre a Bolha dos Mares do Sul tenha decidido que os diretores da Companhia dos Mares do Sul, culpados por uma quebra de confiança no empréstimo de dinheiro da companhia sobre suas próprias ações, deveriam usar suas próprias fortunas para compensar as perdas dos investidores.[15]

Um jornalista financeiro, escrevendo o prefácio para uma biografia ficcionalizada de Ponzi, traçou um paralelo entre os anos 1920 e os anos 1970 e sugeriu que os golpes seriam um produto da inflação. Segundo ele, quando aumentos no custo de vida apertavam os orçamentos familiares, os chefes de algumas famílias assumiam riscos adicionais para aumentar suas rendas.[16] Um ponto de vista um pouco diferente dizia que a especulação desestabilizante na ausência de "ignorância evitável" é um jogo de azar, que proporciona utilidade para os participantes mesmo quando eles sabem que provavelmente irão perder – como se jogassem na loteria.[17]

Se os golpes deveriam ser incluídos na categoria de "ignorância evitável" é discutível. Os cínicos podem compartilhar a crença de W. C. Fields: "não se pode enganar um homem honesto" e concluir que as vítimas deles devem culpar principalmente a si mesmos. *Mundus vult decipi – ergo decipitatur*: "o mundo quer ser enganado – e que assim seja".[18] Alguns psiquiatras acreditam que o golpista e suas vítimas estão ligados em um relacionamento simbiótico, de amor e ódio, que traz satisfação aos dois.

7.4 O roubo de informações

Em 2009, Raj Rajaratnam, fundador do grupo Galleon Fund, foi preso pelo FBI e indiciado pela Comissão de Títulos e Valores pelo uso de "informações internas" (*inside information)* feito antes de sua disponibilidade para o público. Seu fundo negociava com base nessas informações e obtinha lucros excepcionais. Rajaratnam recebeu 14 acusações de fraude financeira e declarou-se inocente, pois afirmou que os lucros refletiam sua pesquisa. O governo acusou 26 pessoas de comportamento ilegal, e 21 (entre elas, vários corretores da Galleon) declararam-se inocentes. Parte das informações internas envolviam aquisições corporativas, e algumas, grandes mudanças nas receitas corporativas.[19]

7.5 Fraude e euforia

O comportamento fraudulento aumenta durante *booms* econômicos. Fortunas são feitas nesse período: os indivíduos ficam gananciosos por uma parte dessa riqueza, e então os golpistas aparecem para explorar essa ganância. O número de ovelhas esperando para ser tosquiadas também amplia, e uma quantidade crescente se oferece como sacrifício para os golpistas: o lema é "nasce um otário por minuto". No romance *Little Doritt*, de Charles Dickens, Arthur Clennam esperava que a exposição das fraudes do senhor Merdle serviria como alerta para os ingênuos, mas Ferdinand Barnacle, do Circumlocution Office, lhe disse que "o próximo homem com capacidade igual e um gosto tão genuíno como o dele para dar golpes também irá ser bem-sucedido".

A ganância também induz alguns amadores a cometer fraudes, desfalques e abusos de poder semelhantes. O fim da Overend, Gurney and Company, a estabelecida " *Corner House"* em 1866, depois que os sócios originais se aposentaram e a empresa foi a público, foi causada por um *bon-vivant* que trabalhava na empresa: ele nomeou um *outsider* como conselheiro por £ 5.000 ao ano (pagos com antecedência) e voltou a seu papel de *insider*. D.W. Chapman, o *insider*, possuía dez cavalos e dava grandes festas no Prince's Gate, em Hyde Park. Seu conselheiro externo, Edward Watkins, um ex-contador, recomendava que fossem adicionadas muitas novas atividades ao negócio básico de descontos: especulação em grãos, produção de ferro, construção de navios, navegação e financiamento de ferrovias. A empresa tornou-se "sócia de todo tipo de negócio especulativo", e Edwards recebia comissões por cada um. No final de 1860, ela estava perdendo £ 500.000 por ano, embora estivesse recebendo £ 200.000 anuais por seus negócios de desconto. A bolha foi furada pela falência de uma empresa não relacionada de prestadores de serviços ferroviários – a Watson, Overend and Company.[20]

No mundo da ficção, um personagem comparável a Chapman é Castanier, do romance *Melmoth apaziguado*, de Honoré de Balzac. Castanier é um caixa de banco cuja amante, Mme. Aquilinia de La Garde, tem gostos extravagantes por prata, linho, cristais e tapetes – paixões que provam ser sua ruína. Por algum tempo, ele sobrevive emitindo notas promissórias. No ponto sem volta, quando finalmente calcula suas dívidas, ele poderia ter sido salvo se deixasse Mme. de La Garde, mas não podia desistir dela. Finalmente, devido à impossibilidade de continuar suas manobras financeiras, dado o crescimento dos seus débitos e os grandes pagamentos de juros, ficou claro que ele estava falido. Mas Castanier preferiu a fraude à falência honesta e roubou da caixa registradora do banco.[21]

Os golpes aumentam durante os *booms* econômicos porque a ganância parece crescer mais rapidamente do que a riqueza. É como se o aumento da riqueza disparasse um crescimento da ganância. Dennis Kozlowski era uma das pessoas mais ricas na América, e mesmo assim o dinheiro para pagar sua cortina de chuveiro de US$ 6.000 e os demais móveis do seu apartamento foi tirado da Tyco. As fraudes também aumentam em tempos de dificuldades financeiras, como resultado de um sistema de crédito tensionado que induz a declínios nos preços dos ativos. Nesse estágio, o comportamento fraudulento ocorre para que se evite um

desastre financeiro. Ponzi resistiu às sugestões dos seus associados para pegar o dinheiro e fugir, e eles, por sua vez, lhe deram um golpe.[22] O banqueiro londrino Henry Fauntleroy forjou certificados de transferência de propriedade para usar como garantia para empréstimos. Esses homens atuaram como modelos para Augustus Melmotte, o golpista do romance *The Way We Live Now*, de Trollope, que forjou um certificado de transferência e uma escritura quando o preço das ações de uma ferrovia mexicana caiu e ele não pôde mais vender ações para levantar dinheiro.[23] John Blunt, da Companhia dos Mares do Sul, Eugène Bontoux, da Union Générale, Jacob Wasserman, do Darmstäderund Nationalbank (Danatbank) e os diretores da Credit Anstalt compraram ações de suas empresas no mercado aberto para manter seus preços na esperança de que poderiam vender mais ações. Um banco que compra suas próprias ações para manter o preço alto reduz sua própria liquidez, uma vez que a razão entre suas reservas de dinheiro e seus depósitos declina quando ele paga em dinheiro pelas ações. Em 1720, o Banco da Inglaterra tomou empréstimos usando suas próprias ações como garantia. Clapham notou que o Banco não penetrou nas mais selvagens e "absolutamente desonestas" finanças da Companhia dos Mares do Sul.[24]

A revelação de um golpe ou desfalque aumenta a tensão que, por sua vez, precipita muitas vezes uma quebra e um pânico. Em 1772, Alexander Fordyce fugiu de Londres para o continente, deixando para seus companheiros uma dívida de £ 550.000, principalmente em aceites dúbios do Ayr Bank. Fordyce, pessoalmente, tinha poucas ações da Companhia das Índias Orientais, cujo preço havia subido o suficiente para limpá-lo.[25] Em 24 de agosto de 1857, soube-se que um caixa do escritório da Ohio Life Insurance and Trust Company em Nova York havia desfalcado quase todos os ativos daquela empresa de excelente reputação para sustentar suas transações no mercado de ações. A notícia disparou uma série de falências que reverberaram em Liverpool, Londres, Paris, Hamburgo e Estocolmo[26] – uma espécie de caso Nick Leeson do século XIX.

Em setembro de 1929, o império Hatry em Londres, um conjunto de trustes de investimento e companhias operadoras de suprimentos fotográficos, câmeras, máquinas caça-níqueis e pequenos empréstimos, entrou em colapso. Clarence Hatry queria expandir para o negócio do aço, mas foi pego usando garantias fraudulentas em uma tentativa de tomar emprestados £ 8 milhões para comprar a United Steel. Seu fracasso levou a restrições no mercado monetário inglês, saque de empréstimos de *call money* no mercado de Nova York e o fim do aumento dos preços no mercado de ações.

7.6 Bolhas e golpes

Algumas bolhas são golpes; outras, não. A do Mississipi não foi um golpe, mas a dos Mares do Sul sim. Uma bolha geralmente começa com um objetivo aparentemente legítimo ou, pelo menos, legal. O que se tornou a bolha do Mississipi inicialmente começou como a Compagnie d'Occident, que o sistema legal adicionou à coleta de impostos nacionais. John Law era dono de cerca de um terço do Place Vendôme e outros imóveis valiosos em Paris, além de possuir

pelo menos uma dúzia de magníficas propriedades rurais. Suas atividades não foram uma fraude, mas sua morte financeira refletiu um erro baseado em duas falácias, na quais supôs que: (1) as ações e títulos eram dinheiro e (2) a emissão de mais moeda quando do aumento da demanda não era inflacionária.[27]

Na bolha dos Mares do Sul, o monopólio do comércio no Atlântico Sul foi puramente incidental.[28] A consolidação do débito do governo britânico superou muito rapidamente os aspectos comerciais do empreendimento, e a negociação de ações, as dívidas do governo logo depois. John Blunt e seus *insiders* procuravam lucrar com ações emitidas para eles mesmos em empréstimos segurados por elas como garantia. Quando eles receberam os ganhos de capital com o aumento no preço das ações, usaram o dinheiro para comprar propriedades. Blunt tinha seis contratos de compra de propriedades no momento do colapso, e um homem chamado Surman tinha quatro, pelos quais devia £ 110.000. Para obter o dinheiro e pagar os lucros, era necessário que a Companhia dos Mares do Sul ampliasse seu capital e que o preço de suas ações crescesse continuamente; para isso, ela precisava dos dois aumentos rapidamente, como em uma pirâmide ou esquema Ponzi.[29]

A história conferiu menos imortalidade a alguns dos precursores de Ponzi. A antiga atriz de Munique, Spitzeder, pagou 20% ao ano de juros sobre fundos recebidos de fazendeiros da Bavária e recebeu 3 milhões de *gulden* deles. Spitzeder e seus ajudantes receberam longas sentenças de prisão no final de 1872. Placht, um oficial demitido, prometeu pagar 40% ao ano e tomou emprestadas as moedas de 1.600 viúvas e órfãos para negociar no mercado de ações. As que ele comprou não foram lucrativas, e Placht passou seis anos na cadeia.[30]

Conforme os *booms* econômicos prosseguem, a cobiça se acumula e as desculpas ficam mais esfarrapadas, mas se tornam frágeis como bolhas de sabão. Em 1720, e novamente em 1847 (duas ocasiões em que foram compiladas listas), tais golpes eram numerosos, embora tenham sido enfeitados com farsas perpetradas por (e enganado alguns) historiadores posteriores.[31] Em 1720, por exemplo, havia uma proposta para a realização de um empreendimento com grandes vantagens que seriam reveladas somente no momento certo. O perpetrador cobrava dois guinéus por ação e fugiu com £ 2.000, mantendo seu segredo intacto ao não comparecer a uma reunião com os investidores.[32] Outro esquema era a "venda de nada".[33] No final do *boom* do mercado de ações do final da década de 1990, algumas empresas foram capazes de levantar dinheiro do público antes que tivessem qualquer plano de negócios.

Um projeto de modesto interesse atual oferece um exemplo prematuro da liberação da mulher:

> Uma proposta feita por diversas damas [era] estampar e tingir tecidos de chita na Inglaterra e também linho fino, tão fino quanto qualquer tecido holandês feito de linho britânico [...] Elas estavam resolutas como um homem [sic] em admitir que ninguém além delas mesmas participasse de uma empresa de capital aberto para realizar as atividades mencionadas.[34]

Em períodos posteriores, tanto os historiadores quanto os romancistas observaram que as promoções das ações tinham pouca conexão com a realidade. "Muitas empresas foram fundadas sem empreender operações, e ferrovias sem qualquer direito de passagem ou

tráfego".[35]

"As empresas de construção cresciam como cogumelos. Muitas dessas companhias especulavam em locais de construção, e não em construção."[36] "A ponte de Limehouse e Rotherhithe [...] Não era necessário para eles que a ponte fosse sequer construída. Isso, provavelmente, estava fora de questão [...] Mas se um comitê da Casa dos Comuns pudesse dizer o que deveria ser construído, eles poderiam calcular facilmente a venda com grandes lucros".[37]

Dificuldades financeiras levam à fraude no esforço de transferir os prejuízos para outras pessoas antes que eles fiquem ainda maiores. Por exemplo, se o mercado seguir decisivamente para a direção errada, os operadores das *bucket-shops* fogem. Quando novas inscrições em dinheiro não corresponderam aos lucros pagos para os *insiders* gananciosos, Blunt tomou emprestado dinheiro da Companhia dos Mares do Sul para uso próprio:[38] uma pré-estreia da família Rigas e da Adelphia. Em 1861, Bleichröder caracterizou Bethel Henry Strousberg como "inteligente, mas seu modo de participar de novos empreendimentos para consertar os antigos é perigoso, e se ele encontrar um obstáculo [inesperado] toda sua estrutura pode entrar em colapso e enterrar sob suas ruínas milhões de acionistas ingênuos"[39] e estava certo.

Outro financista alemão, o banqueiro de Hamburgo Gustav Goddefroy, perdeu muito em ações de ferrovias e mineração em 1873, e então tirou dinheiro de sua empresa de comércio internacional para manter sua posição no mercado de ações.[40]

Esses otimistas incorrigíveis, que sabiam que ganhariam da primeira vez mas acabariam perdendo, frequentemente tentavam novamente, muitas vezes dobrando suas dívidas e aumentando seus riscos com transações moralmente dúbias ou claramente ilegais. No final da década de 1920, quando os bancos dos Estados Unidos ainda podiam subscrever títulos (antes do Glass-Steagall Act de 1932), Albert Wiggins do Chase Bank e Charles Mitchell do National City continuaram a vender títulos chilenos e peruanos com preços antigos mesmo depois de saber dos próprios governos desses países que eles haviam parado de pagar juros.[41] Horace entendeu a posição, se a citação de Sprague o traduz com precisão: "Ganhe dinheiro. Honestamente, se puder, mas ganhe dinheiro".[42] Igualmente cínico sobre a bolha dos Mares do Sul foi Jonathan Swift:

> Get money, money still
> And then let virtu follow, if she will.[43]

Sobre esse tópico, Balzac teve a última palavra: "os mercadores mais virtuosos dirão a você, com o ar mais cândido, estas palavras da mais livre imoralidade: 'de um mau negócio, se sai como for possível'".[44]

7.7 Jogadores da nobreza

A literatura é abundante na condenação de jogadores e *insiders* vindos da nobreza, que até

podem ter sido ensinados a considerar obrigações financeiras como dívidas de honra, mas são melhores em prometer do que em pagar suas assinaturas.[45] A nobreza austríaca era pior do que os *junkers* (denominação pejorativa da nobreza proprietária de terras nos estados alemães), que pelo menos desdenhavam abertamente do dinheiro. Eduard Lasker dizia que "quando os diletantes entram, são ainda piores que os golpistas profissionais".[46] Dagremont, no romance *L'Argent*, de Zola, envia Saccard para o Marquês de Bohain para ajudar a iniciar seu Banque Universelle: "Se ele ganhar, ele guarda no bolso. Se perder, ele não paga. Isso é fato conhecido, e as pessoas estão conformadas."[47] Novamente, nos romances e na vida real, os nobres buscam assentos nos conselhos diretores. Wirth enumera príncipes austríacos, *landgrafs*, condes, barões, *freiherren* e outros nobres nos conselhos de ferrovias, bancos e demais firmas industriais "para as quais eles não têm capacidade".[48] Para controlar as contas do Banque Universelle, Saccar nomeia o *sieur* Rousseau e o *sieur* Lavignière, o primeiro totalmente subserviente ao segundo, que é alto, loiro, muito educado, sempre aprovador, devorado pela ambição de entrar para o conselho;[49] *L'Argent* é um *roman à clef*[50] baseado em Eugène Bontoux e na Union Générale, cujos personagens incluíam o pretendente ao trono, realistas, notáveis e a aristocracia rural[51]. Na Grã-Bretanha o *The Economist* de outubro de 1848 incluía a nobreza e aristocracia no topo de uma lista da desonra:

> A presente prostração e dejecção é [sic] nada mais que uma retribuição necessária da insensatez, da avareza, da insuportável arrogância, das apostas e negociações precipitadas, desesperadas e sem princípios, que desgraçaram a nobreza e a aristocracia, poluíram os senadores e o senado, os negociantes de todos os tipos.[52]

Rosemberg diz que, enquanto as aristocracias austríacas e francesas lideraram os outros Estados na busca pelo bezerro de ouro, os burocratas de Berlim opuseram-se com sucesso a um movimento similar na Prússia. O autor destaca uma tentativa abortada de Mevissen em conseguir alguns condes para o conselho de um banco de 50 milhões de *thalers* e admite que os *junkers* também especulavam em bebidas e produtos da terra, mas se afastavam dos empreendimentos urbanos.[53] Talvez fosse assim em 1857. Na década seguinte, a percepção do dinheiro como um mal havia enfraquecido, e as finanças das ferrovias, tanto dentro da Alemanha quanto nas manobras de Strousberg, na Romênia, estavam manchadas por escândalos que atingiam os picos da aristocracia e, virtualmente, da própria corte prussiana.[54]

7.8 Jornalismo mercenário

A especulação geralmente era ajudada pela imprensa. Alguns membros dela estavam à venda, outros eram críticos, e muitos eram os dois. Daniel Defoe criticou os corretores de ações em novembro de 1719 quando as ações da Companhia dos Mares do Sul eram vendidas a 120, e mesmo assim os defendeu no pico de 1.000 em agosto de 1720.[55] Ele expressou seu "justo desdém" por pessoas que alegavam que ele escrevia para a *Royal African Company* e havia vendido suas ações. Mas um crítico moderno concluiu que Defoe ou continuou a vender as ações ou foi contratado pela companhia para atacar negociantes individuais que competiam

com o monopólio.[56] A imprensa ainda estava em um estado subdesenvolvido na França no início do século XIX: em 1837, um jornalista escreveu: “Dê-me 30 mil francos em publicidade e eu me responsabilizarei por vender todas as ações da pior companhia que seja possível imaginar”.[57] Laffitte financiava jornais.[58] Charles Savary, do Banque de Lyon et de La Loire, contava com 500 jornalistas que cantavam louvores às suas operações, usando lançamentos, principalmente pagos, como se fossem histórias criadas pela equipe do jornal.[59] Os jornais muitas vezes tentavam obter favores dos bancos, da bolsa de valores e do público estimulando a febre especulativa.[60] Bleichröder era cuidadoso em evitar a especulação e a deturpação claras, mas era dono de jornais financeiros e de interesse geral, além de usar jornalistas para promover seus interesses financeiros. Em 1890-1891, ele financiou uma viagem ao México para Paul Lindau, que escreveu 34 artigos e um livro no país sem mencionar sua conexão com Bleichröder, que estava então vendendo títulos mexicanos no mercado de Berlim.[61] Uma imprensa mais crítica se desenvolveu lentamente no continente durante o século XIX.

Por outro lado, nos anos 1890, nos Estados Unidos, um financista controverso era perseguido pela imprensa e vivia com medo dela. Pelo menos essa é a inferência da biografia ficcionalizada escrita por Theodore Dreiser sobre Charles Tyson Yerkes, magnata dos bondes que operava em cima – e, às vezes, além – do fio de navalha que separa as transações legítimas das ilegítimas. Yerkes precisava de publicidade favorável para vender títulos, o que conseguiu doando um observatório para a recém-formada Universidade de Chicago. A bastante divulgada doação ajudou a restaurar sua reputação e permitiu que ele vendesse seus títulos na Europa.[62] Porém, mais tarde a imprensa o expulsou de Chicago.[63]

Avisar amigos antes de recomendar uma ação para o mundo todo em uma coluna de investimentos pode ser um truque antigo, porém é mais facilmente detectável atualmente, além de todas as compras e vendas de ações baseadas em informações privilegiadas. Negociações suspeitas em uma ação e em suas opções de compra e venda antes da publicação da notícia que poderia afetar seu preço são hoje analisadas por programas de computador. A técnica levou às prisões do colunista de investimentos R. Foster Winans do *Wall Street Journal*, que dava suas dicas antecipadamente para um amigo, e do ex-subsecretário da defesa Thayer, que contou sobre eventos que aconteceriam em uma empresa (na qual era um dos diretores) a um amigo, que especulou com base nessa informação. Contudo, Winans capitalizou sobre sua experiência, escrevendo *Trading Secrets: Seduction and Scandal at the Wall Street Journal*.[64] De modo similar, um jovem corretor da Merril Lynch em New London (Connecticut) comprou informações dos editores locais da *Business Week* antes que a revista fosse para as bancas. A facilidade de rastrear transações baseadas em informações privilegiadas passou a ser conhecida, e considerando isso, em vez de ligarem para o seu corretor local alguns meliantes com informações antecipadas ligariam para um corretor em Zurique; o banco suíço então faria uma grande ordem em Londres ou Nova York antes que as casas de corretagem ficassem alertas e atrasassem a execução por alguns dias para verificar se essa ordem se baseava mesmo em notícias públicas.

Mais recentemente, a Internet tornou-se o veículo para manipulação dos preços das ações. Jonnathan Lebeck, de dezessete anos, postou “notícias” sobre ações pouco negociadas (que

ele possuía) em salas de bate-papo na internet. Os preços delas aumentaram, e Jonnathan vendeu suas ações. A Comissão de Títulos e Valores fez Jonnathan pagar uma multa de US$ 500.000.

Muitos dos comentaristas dos programas da MSNBC, um canal de TV especializado em notícias empresariais, promovem ações que eles mesmos possuem.

7.9 Práticas dúbias

Existem muitas formas de crimes financeiros. Além do roubo, deturpação e mentiras, práticas dúbias incluem o desvio de fundos do uso declarado para outro tipo de fundo, o pagamento de dividendos com capital ou fundos emprestados, a negociação de ações com base em conhecimento privilegiado, a venda de títulos sem a completa divulgação de novas informações, o uso de fundos da companhia para compras não competitivas ou empréstimos com interesses próprios, a não execução de ordens recebidas e a alteração de registros da companhia.

George Hudson, talvez a maior figura na história das rodovias britânicas, praticava quase todas essas ações ao mesmo tempo na mania ferroviária de 1846. Ele foi, em certo momento, presidente de quatro ferrovias, e acreditava erroneamente estar acima das leis aplicadas aos seus concorrentes menos poderosos. Suas contas eram confusas, e Hudson pode não ter compreendido que se havia apropriado de ações ou fundos pertencentes à ferrovia York e North Midland. Como indivíduo privado, fez contratos com diversas companhias das quais era administrador, em violação direta do Companies Clauses Consolidation Act. Ele levantou os dividendos da ferrovia Eastern Counties de 2 para 6% pouco antes de preparar as declarações financeiras e, então, alterou as contas para justificar os pagamentos; dividendos da York e North Midland foram pagos com o capital. Hudson também defendeu suas ações contra acusações similares no caso de Yorkshire, Newcastle e Berwick, dizendo que havia pessoalmente adiantado fundos para que a ferrovia estendesse sua rede; o risco era seu, e ele merecia as vantagens que derivaram da expansão do sistema rodoviário. Assim, Hudsone entrou, sob sua própria autoridade, em transações que considerava vantajosas para a companhia, mas que mesmo assim eram de legalidade duvidosa. Contudo, ele teve uma carreira brilhante, que beneficiou muito a rede ferroviária britânica.[65]

Um personagem menos interessante e imponente nos Estados Unidos da década de 1850 foi Robert Schuyler, presidente das ferrovias Nova York e New Haven, Nova York e Harlem – e, por algum tempo, das de Illinois Central. Chamado de "o golpista gentil" por um autor, Schuyler fugiu para a Europa em 1854 com quase US$ 2 milhões obtidos com a venda fraudulenta de ações da linha Nova York e New Haven, da qual manteve os lucros para si. Van Vleck sugere que a crise de 1857 nos Estados Unidos foi precipitada por saques britânicos de fundos depois que as notícias sobre o desfalque de Schuyler foram publicadas. Ele havia abdicado da presidência da Illinois Central em 1853, mas a fraude que perpetrou na linha Nova York e New Haven levou a uma enorme venda de ações e títulos da companhia. As

ações caíram drasticamente, e os títulos, de 100 para 62 em agosto de 1855. Os investidores britânicos estavam esperando por essa oportunidade e compraram grandes quantidades desses títulos; em fevereiro de 1856, seu valor havia retornado a 90. Os investidores europeus eram donos de mais de 40 mil ações e 85% dos US$ 12 milhões em títulos.[66] Schuyler foi relacionado ao pânico de setembro de 1854, mas não ao de 1857.[67]

Nos Estados Unidos, a década de 1920 foi chamada de "a maior era de altas finanças desonestas que o mundo já conheceu" – mas isso foi antes dos anos 1990.[68]

Famosos golpistas do período incluem Harold Russell Snyder, que roubou para se livrar de perdas sofridas na quebra do mercado de ações (um precursor menor da família Rigas, mesmo se ajustarmos o valor da fraude pela inflação). Arthur H. Montgomery prestou a mais sincera forma de lisonja a Ponzi ao organizar um esquema de investimentos em bolsas estrangeiras que prometiam um retorno de 400% em sessenta dias. Charles V. Bob conseguiu publicidade favorável por meio de uma doação de US$ 100.000 para a Expedição Polar Antártica Byrd e conquistou o direito de chamar o almirante de "Dick", o que supostamente ajudou a promover suas ações em aviação, que tiveram um pequeno *boom* depois do voo de Lindbergh até Paris em 1927.[69]

Os anos 1930 produziram muitos exemplos memoráveis de fraude e supostos golpes, liderados pelas falências do Banco dos Estados Unidos, de Ivar Kreuger e da companhia Middle West Utilities de Samuel Insull. No seu chocante relato sobre o mercado de ações de Nova York de 1929 a 1933, Barrie Wigmote observou que a reputação de Insull fora irreparavelmente prejudicada quando ele deixou os Estados Unidos fugindo do julgamento, por achar que enfrentaria júris inflamados devido a crimes dos quais ele depois seria inocentado. Wigmore afirmou que Insull era um brilhante gerente de operações que entrou em um frenesi de compras, adquirindo companhias mal administradas acima de seu valor. As compras de Insull prejudicaram sua companhia com uma montanha de débitos, e os pagamentos dos juros sobre as dívidas acabaram com o patrimônio daqueles que possuíam as ações comuns quando as empresas de serviços enfrentaram problemas na depressão da década de 1930.[70] Wigmore é cauteloso ao avaliar as práticas de marketing dos bancos de Nova York e dos seus afiliados. Albert Wiggins, do Chase Bank, tinha a reputação de ser "o homem mais popular de Wall Street", destruída quando uma investigação do senado expôs um quadro de negociações particulares à custa do seu banco, suas subsidiárias e seus clientes. Charles E. Mitchtell do National City Bank e sua afiliada de títulos, a National City Company, também negociavam intensamente títulos, embora tivessem informações privilegiadas sobre a rápida queda dos lucros das companhias envolvidas.[71]

7.10 Corrupção nos anos 1990 e 2000

A corrupção parece ser maior nas décadas de 1980 e 1990 do que na de 1920. Uma das explicações é a diminuição do respeito às normas morais, e outra indica que a relação entre risco e recompensa mudou. As opções de ações proporcionam um resultado de sucesso

financeiro muito maior, ou seja, o mercado financeiro foi democratizado. Uma terceira possível causa é o surgimento de contadores públicos certificados, que existem desde a legislação que levou à Comissão de Títulos e Valores nos anos 1930. O papel inicial das empresas de contabilidade era proteger o público das falcatruas financeiras de administradores corporativos que poderiam ter a tendência de exagerar o valor dos inventários e das contas a receber; por isso, as empresas de contabilidade eram pagas para verificar ou certificar os dados de desempenho financeiro apresentados pelos administradores financeiros das companhias. Os contadores podem ter sido os guardiões do interesse público, mas os pagamentos pelos seus serviços eram feitos pelos próprios administradores financeiros, e algumas das instituições auditadas dependiam de seus contadores. As empresas de contabilidade eram então forçadas a escolher entre aceitar as exigências das empresas ou abandonar a conta.

A securitização foi uma característica central da bolha imobiliária de 2002 a 2007 nos Estados Unidos. Na época, os bancos de investimentos emitiam novos títulos: credores de rendas de juros e principal das hipotecas, dívidas com cartão de crédito e empréstimos estudantis que haviam sido colocados em trustes – mais líquidos que os títulos individuais colocados nele. Os bancos de investimento recebiam taxas por essa securitização, e suas receitas dispararam. Eles também emitiram títulos garantidos por ativos (ABS – Asset Backed Securities), credores da renda de juros e principal dos segmentos dos ABS que foram depositados no truste. Os bancos de investimento recebiam uma segunda rodada de taxas por criar esses novos instrumentos, que se basearam em "fatiar" os MBS em três, quatro ou cinco diferentes pedaços, diferentes quanto às suas características de risco – um conjunto de trustes ficava com os pedaços com prioridade sobre a renda dos juros dos MBS e, portanto, menos arriscados, enquanto outro ficava com os pedaços com menor prioridade à renda dos juros dos MBS, portanto mais arriscados.

Os bancos de investimento dependiam das agências de classificação de crédito – Moody's, Standard and Poor's – para classificar os títulos que os bancos de investimento estavam produzindo (as agências de classificação de risco são como as empresas de CPA, fundadas para proporcionar informações "objetivas", as quais eram pagas pelas empresas que auditavam, e as agências de classificação de crédito eram pagas pelos bancos de investimento que emitiam os títulos). Mas essas agências dependiam dos "modelos" fornecidos pelos bancos de investimento, que haviam indicado para elas que caso não conseguissem obter classificações que os ajudassem a vender aqueles títulos, seus negócios seriam transferidos para uma das outras empresas que faziam classificações.

Isso foi ilegal? Quem sabe? Foi corrupto? Pode apostar. Será que alguém das agências de classificação de crédito pode ir para a cadeia?

Ao final, houve alguma justiça, já que os bancos de investimento entraram em declínio por conta do valor de mercado de seus títulos lastreados em hipotecas que não conseguiam vender.

7.11 A tentação dos bancos

Não existem dados sobre as empresas que permitam comparações de suas falcatruas financeiras e comportamentos fraudulentos ao longo dos séculos. O desenvolvimento do jornalismo como profissão pode indicar que atualmente é mais provável que quaisquer atividades inapropriadas sejam expostas (embora as próprias atividades possam não ter mudado), e a exposição é o lado do risco na equação. Mas, como recompensa, os ganhos podem ser muito maiores. O já mencionado livro *The Bankers*, de Martin Mayer, não trata de proteções contra desfalques do mesmo modo que James S. Gibbons fez em 1859: "Talvez não haja registro de uma fraude bancária onde o perpetrador não fosse honesto no dia anterior."[72] Gibbons acrescentou, com ênfase, que "ocorrerá ao leitor uma característica peculiar por todo o sistema: o medo de fraudes".[73]

O que Gibbons disse em 1859 ainda é verdade. A tendência é acreditar que os bancos e banqueiros são "modelos de integridade" – e talvez alguns sejam. Um grande número de bancos fez amplos empréstimos para a Long-Term Capital Management nos anos 1990, na época considerado um dos "fundos de hedge" mais inovadores (o termo "fundos de *hedge*" é uma criação da Madison Avenue, já que a impressão que se tem é que a empresa organizou seu portfólio para reduzir os riscos quando na verdade dependem muito de fundos emprestados para aumentar o retorno para seus acionistas e investidores). A LTCM foi incrivelmente lucrativa – pelo menos até seu colapso. Os bancos estavam ansiosos para emprestar à empresa porque esperavam imitar suas negociações e ter os mesmos lucros, mas, no segundo semestre de 1998, a LTCM enfrentou dificuldades financeiras.

O tratamento problemático de derivativos e depósitos não performados pelo Bankers Trust e a lavagem de dinheiro pelo Banco de Nova York para a Rússia sugere que os padrões atuais não são muito melhores do que aqueles dos anos 1920.

Nos anos do *boom* da segunda metade da década de 1990, todos – ou melhor, quase todos – estavam ficando ricos. Os maiores bancos de investimento obtinham receitas muito altas das taxas associadas com a subscrição de novas emissões de ações e títulos, especialmente aqueles das empresas associadas com tecnologias da informação e biogenética. A tradicional "muralha da China" entre as atividades de banco de investimento dessas empresas e suas atividades de administração de ativos deveria ser mantida depois da revogação do Glass-Steagall Act, que se havia tornado lei no início da década de 1930 para forçar a separação das atividades bancárias tradicionais das de banco de investimento; a lei foi adotada em resposta aos abusos dos anos 1920. As empresas "prometeram" que manteriam uma muralha e que as declarações feitas por seus analistas não seriam influenciadas pelo desejo de vender mais títulos por parte de seus bancos de investimento .

Mas considere-se o histórico da Merrill Lynch: a empresa estava bastante envolvida na corretagem de depósitos naquelas fraudulentas instituições de poupança dos anos 1980. Henry Blodgett divulgou informações que sabia serem enganosas, e seus superiores muito provavelmente sabiam que ele estava envolvido em um golpe: assim, a Merrill ajudou a Enron a falsificar sua receita pagando preços acima do mercado pelas balsas da Enron na Nigéria.

Considere-se também o histórico do Citibank/Citigroup. Citamos a história de Jack Grubman e as empresas de telecomunicações. O Citibank/Citigroup pagou um acordo de US$ 150 milhões, e o Citibank foi obrigado a fechar suas atividades bancárias em Tóquio porque

administradores do banco não tratavam os clientes justamente, repetidamente comprando para eles títulos inapropriados depois de ignorar o alerta das autoridades japonesas indicando que a prática devia ser interrompida. Diversos dos principais gerentes do Citibank "abdicaram" – um eufemismo da Park Avenue para demissão –, e os corretores do banco em Londres colocaram no mercado muitos títulos do governo alemão, fazendo os preços afundarem e então comprando de volta esses títulos a valores muito mais baixos. Diversos dos administradores dos fundos mútuos do Citibank receberam prêmios baseados nas receitas do banco, e não nas dos títulos.

O que acontece quando um golpista é descoberto? Charles Blunt, irmão de John Blunt e ele mesmo um *insider* na Companhia dos Mares do Sul, cortou a própria garganta no começo de setembro de 1720 "devido a um descontentamento", como escreveram os jornais contemporâneos. Charles Bouchard, gerente aposentado da LeClerc, um pequeno banco de Genebra que perdeu dinheiro e investimentos imobiliários não autorizados, foi encontrado morto no Lac Léman – um aparente suicídio em maio de 1977. A psiquiatria diz que tais atos nessas circunstâncias vêm de uma intolerável perda de autoestima e da percepção da irracionalidade do comportamento passado. A imagem de corretores pulando de janelas em Wall Street em outubro de 1929 quando enfrentavam a falência é hoje vista como um mito.[74] O aumento nos suicídios também é parte da lenda do *crack* austríaco de 1873.[75] Mesmo assim, essa resposta realmente acontece: "Assim morreu, por sua própria mão (tendo tomado veneno na Hampton Heath), na jovem idade de 42, John Sadleir, um dos maiores, se não o maior, e ao mesmo tempo o mais bem-sucedido golpista que este [Grã-Bretanha] ou qualquer outro país já produziu"[76] (grandeza e sucesso parecem caracterizações curiosas nessas circunstâncias). Denfert-Rocherau, em 1888, e Ivar Kreuger, o "rei dos fósforos" dos anos 1920, também cometeram suicídio.[77] Clifford Baxter, um dois diretores da Enron, também tirou a própria vida. Mas o suicídio pode ser mais comum na ficção. O senhor Merdle cortou a própria garganta em um banho público com um canivete de casco de tartaruga em *Little Dorrit* de Dickens, e Augustus Melmotte, em *The Way We Live Now* de Trollope, tomou ácido prússico em seu clube.

A fuga é uma forma de saída menos fatal do que o suicídio. O caso mais notável é o de Robert Knight, que alterou os livros da Companhia dos Mares do Sul e então fugiu para a Europa, fazendo outra fortuna em Paris depois de fugir de uma prisão na Antuérpia.[78] Robert Vesco fugiu para a Costa Rica e então para Cuba com uma fortuna em desfalques. Charles Savary deu um golpe no Banque de Lyon et de La Loire, e morreu no Canadá. Eugène Bontoux voltou para a França depois de cinco anos de exílio autoimposto para tirar proveito de um furo na lei francesa, segundo o qual as prisões não iniciadas em até cinco anos depois da sentença deviam ser anuladas.[79] Um caso análogo, cerca de um século antes, foi o de Arend Joseph, cuja falência em janeiro de 1763 iniciou as dificuldades financeiras que culminaram na falência dos irmãos DeNeufville em 25 de julho, iniciando o pânico do mesmo ano. Arend Joseph deixou Amsterdã com 600 mil *guilders* em uma carruagem para a cidade livre de Kruilenburg na Holanda, onde estava imune a mais processos; ele deixou uma dívida de um milhão de *guilders* em Amsterdã.[80]

Podem ser feitas comparações entre os ciclos considerando o número de indivíduos

indiciados e o dos que cumpriram pena em prisões. Considere diversos episódios dos anos 1920, 1980 e 1990. Nos anos 1920, duas pessoas foram para a cadeia por incentivar as compras de títulos em um mercado onde os preços já estavam caindo. Oito ou dez dos participantes nas transações de títulos duvidosos nos anos 1980, incluindo Michael Milken, Ivan Boesky, Dennis Levine e Charles Keating, foram presos por crimes que incluíam *insider trading*, liquidação fraudulenta de títulos e conspiração para fraude. Entre aqueles que cumpriram as maiores sentenças estavam presidentes das instituições de poupança que foram grandes compradores de títulos duvidosos. O número de pessoas que cumprem penas de prisão por suas transgressões nos anos 1990 ainda está aumentando e inclui cinco indivíduos que recebiam contracheques da Enron e dois que estavam envolvidos com a MCIWorldCom. A maioria dos administradores da Enron que foram indiciados foi para a cadeia, assim como diversos indivíduos envolvidos com a HealthSouth. Dois executivos associados com a Rite-Aid foram presos, e também muitos membros da família Rigas. Sam Waksal e sua boa amiga Martha Stewart também foram, mas poucos banqueiros de Wall Street foram sentenciados a cumprir pena. Frank Quattrone, um dos astros dentre os banqueiros de investimentos do Credit Suisse First Boston, foi declarado culpado em um segundo julgamento de obstrução da justiça por destruir e-mails, mas sua apelação foi bem-sucedida. Um sócio da Arthur Andersen envolvido com a conta da Enron também cumpriu pena.

Centenas de sócios e ex-sócios da Andersen pagaram implicitamente grandes multas quando a empresa foi forçada a fechar, e o valor das parcerias e antigas parcerias entrou em colapso (milhares de funcionários da Enron perderam suas aposentadorias e muito da sua riqueza financeira – além dos empregos – quando a empresa foi à falência).

A família Milken provavelmente tinha US$ 2 bilhões no banco quando Michael Milken foi solto da prisão. Seria impossível descobrir que parte da fortuna foi obtida legalmente de inovações e quanto, com comportamento ilegal. Porém, se metade da fortuna da família pudesse ser rastreada a transações ilegais, resta saber como Milken explicaria o fato de ter passado mil dias na prisão e saído com US$ 1 bilhão; teria recebido US$ 100 mil por dia de cárcere?

Os economistas não estão qualificados para discutir a punição apropriada para os crimes de colarinho branco. No final da bolha dos Mares do Sul, Molesworth, então um membro da Casa dos Comuns, sugeriu que o parlamento deveria declarar os diretores da Companhia dos Mares do Sul culpados de parricídio e sujeitá-los à antiga punição romana para essa transgressão – ou seja, deveriam ser costurados em sacos, cada um com um macaco e uma cobra, e afogados.[81] A sugestão é ecoada no já mencionado *The Titan:* "Aqui, a punição consiste primeiro de estrangulamento; depois, o indivíduo deve ser costurado em um saco, sem companhia, e jogado no Bósforo; uma punição reservada para os que traem as namoradas".[82] Em *House of All Nations,* de Christina Stead, escrito um quarto de século depois, um personagem sugere que os antigos sultões costumavam punir uma esposa infiel amarrando-a em um saco com dois gatos selvagens que seria jogado no Bósforo.[83] Essas sugestões parecem ser excessivamente severas; ainda assim, aqueles que cometem crimes do colarinho branco parecem livrar-se com facilidade, e muitos mantêm boa parte de suas fortunas obtidas ilegalmente. As multas pagas pelas empresas de Wall Street são um imposto

sobre a riqueza dos acionistas, e não uma carga real sobre os malfeitores, exceto no sentido de que eles também são acionistas.

Se os golpistas são punidos ou vivem seus dias no luxo é um tópico mais apropriado para a ética da governança e negócios corporativos do que para a história financeira. A revelação dos golpes, fraudes e desfalques, e as prisões e punições daqueles que violam a confiança são sinais importantes de que a euforia econômica atingiu um ponto muito elevado e que haverá significativas consequências sociais.

Contágio internacional de 1618-1930

8.1 Atribuindo a culpa pela crise

Os registros históricos sugerem que as crises ocorrem em ondas, e isso gera duas questões – uma sobre quando e onde cada um dos choques começa, e a outra sobre o mecanismo que vincula as crises em diferentes países. A tendência é acreditar que a crise é importada. O presidente norte-americano Herbert Hoover insistia que a Europa era responsável pela depressão dos anos 1930 devido aos seus cartéis e os "homens de Estado europeus [que] não tiveram a coragem de enfrentar essas questões".[1] Houve excesso de produção de trigo, borracha, café, açúcar, prata, zinco e algodão. Ele aceitou alguma responsabilidade dos Estados Unidos pela especulação no mercado de ações. Friedman e Schwartz afirmavam que a crise se originou nos Estados Unidos, embora o padrão ouro tenha deixado o sistema financeiro vulnerável. O evento inicial – a quebra no mercado de ações – foi norte-americano, e os acontecimentos que levaram a um declínio no estoque de dinheiro no final dos anos 1930 foram predominantemente domésticos.[2]

Os europeus acreditavam que a recessão de 2008 começou nos Estados Unidos, assim como os islandeses.

Na crise de 1837, o presidente Jackson culpou a Grã-Bretanha e os Estados Unidos:

> Parecia impossível que buscas sinceras pela verdade resistissem à convicção de que as causas da revulsão nos dois países foram substancialmente as mesmas. Duas nações, as mais comerciais do mundo, aproveitando até recentemente o mais alto grau de aparente prosperidade, subitamente, sem que tenha ocorrido nenhuma grande calamidade nacional, são afastadas desse caminho e lançadas na vergonha e em dificuldades. Nos dois países, nós testemunhamos a mesma redundância do papel-moeda e outros sistemas de crédito, o mesmo espírito de especulação, o mesmo sucesso parcial, as mesmas dificuldades e reveses, e, em grande parte, a mesma catástrofe esmagadora.[3]

Embora nos anos 1850 os observadores chamassem os pânicos de 1836-1837 de "pânicos norte-americanos", porque eles se originaram e estavam confinados aos bancos que negociavam com os Estados Unidos,[4] um economista moderno concluiu que era "fútil tentar

traçar uma linha atribuindo a qualquer país primazia causal no ciclo como um todo ou nas suas fases individuais".[5]

Friedman e Schwartz confiaram nos dados do padrão dos movimentos do ouro para concluir que os Estados Unidos foram responsáveis pela recessão de 1920-1921.[6] Outro observador discordou:

> Como [a queda na atividade econômica no começo do pós-guerra] aconteceu? [...] Eu acho que a resposta deve ser: foi uma política deliberada inaugurada pelos dois países dominantes economicamente, o Reino Unido e os Estados Unidos. É impossível dar prioridade a qualquer um deles. A primeira declaração oficial da política foi sem dúvida feita na Inglaterra. Por outro lado, casualmente, a política dos Estados Unidos deve ter tido o maior peso.[7]

Poucas crises são puramente nacionais como a crise do ágio do ouro nos Estados Unidos, em 1869, a do Banco da Cidade de Glasgow, em 1878 ou a da Union Général e na França, em 1882; já as crises financeiras canadenses que ocorreram em 1879, 1887 e 1908 pareciam estar relacionadas a grandes correntes financeiras que ligavam a Europa Ocidental, a península escandinava e os Estados Unidos.[8]

Alguns países não são afetados por crises internacionais que têm impacto sobre seus vizinhos, e por razões óbvias. A França não foi afetada em 1873 porque havia sofrido uma severa deflação em 1871 e 1872 no processo da transferência de reparações para a Prússia. Os Estados Unidos estavam isolados da praga das batatas europeias e a tumultuosa situação do trigo em 1847 porque suas ferrovias ainda não estavam suficientemente desenvolvidas para que os mercados alimentícios se ligassem fortemente aos da Europa.

Em grande parte, entretanto, as crises financeiras ricocheteiam de um país para outro. Juglar,[9] Mitchell[10] e Morgenstern[11] observaram que elas tendem a ser internacionais, ou afetam diversos países ao mesmo tempo ou se espalham dos centros onde se originaram para outros países.

Um dos diversos vínculos entre países é a arbitragem, conectando os mercados nacionais de *commodities* e financeiros; a Lei do Preço Único implica que a diferença entre os preços de bens idênticos ou similares em diversos países não pode exceder os custos do transporte e das barreiras comerciais. Os vínculos entre os mercados de *commodities* em diferentes países podem envolver somente um comércio pequeno. Quando o preço do algodão disparou nos anos 1830 em um país, aumentou em todos os outros. De modo similar, a queda no preço deste produto, depois de 1864, foi mundial. Um recuo no preço de certa *commodity* – especialmente um produto amplamente comercializado como o trigo ou o algodão – pode causar falências longe da fonte da mudança original na demanda ou na oferta.

De maneira semelhante, os mercados financeiros nos diversos países também estão vinculados, uma vez que os preços dos títulos negociados internacionalmente disponíveis em mercados distintos devem ser virtualmente idênticos depois de sua conversão em diferentes moedas. Os preços desses ativos, listados nas bolsas de valores de diversos países diferentes, aumentam e diminuem juntos, e os valores dos títulos domésticos muitas vezes se movem de modo sincronizado com eles, como resultado de vínculos psicológicos ou por meio de impactos sobre as taxas de juros transmitidas pelos movimentos de capital de curto prazo.

Quando a alteração nos preços das ações são pequenas, as correlações entre os movimentos deles em diferentes mercados nacionais são mais fracas, mas quando as ações aumentam, as correlações tornam-se mais fortes.

Em 1929, todos os mercados de ações quebraram simultaneamente, e novamente em outubro de 1987, todos caíram ao mesmo tempo. Embora se acreditasse que os mercados financeiros nacionais eram mais integrados nos anos 1980 e 1990 do que em períodos anteriores, os preços das ações na década de 1920 em diferentes países eram tão fortemente correlacionados quanto nas posteriores. Devido à forte correlação entre os movimentos dos preços das ações em diferentes países, muitos dos investidores que buscaram reduzir o risco por meio da diversificação, possuindo ações de diversos mercados nacionais, obtiveram perdas maiores do que previam.

Essas correlações são assimétricas, pois nos Estados Unidos a alteração nos preços das ações têm impacto muito maior nos outros países do que o movimento destes sobre as ações nos Estados Unidos; assim, os preços das ações no país aumentaram na década de 1990, enquanto, em Tóquio, as ações tendiam a cair – mas quando os preços das ações recuaram nos Estados Unidos em 2001, isso também aconteceu em Tóquio, Londres e Frankfurt. A crise financeira mexicana de 1994-1995 também teve impacto sobre o Brasil e a Argentina; os investidores norte-americanos ficaram mais cautelosos em relação à compra de títulos e ações latino-americanos. Já a desvalorização do *baht* tailandês no início de julho de 1997 disparou o "efeito contágio" e induziu desvalorizações das moedas de países asiáticos próximos durante os seis meses seguintes, e então se espalhou para a Rússia, Brasil, e, por fim, Argentina.

8.2 Mecanismos de transmissão

Booms e pânicos são transmitidos de um país para outro por modos diferentes, incluindo a arbitragem em *commodities* ou títulos e movimentos do dinheiro de várias formas (espécie, depósitos bancários, letras de câmbio), cooperação entre as autoridades monetárias e psicologia dos investidores.[12]

Os mercados de títulos e ativos em diversos países são vinculados pela movimentação do dinheiro. A inflação nos Estados Unidos no final dos anos 1960 e início dos anos 1970 levou a maiores fluxos de dinheiro norte-americano para a Alemanha e Japão, e as taxas de inflação nesses países se elevaram quando suas bases monetárias e suprimentos de dinheiro aumentaram.

O movimento do dinheiro através das fronteiras pode responder a causas reais, incluindo guerras e revoluções, inovações técnicas e a abertura de novos mercados e novas fontes de matérias-primas, e também a mudanças no relacionamento entre as taxas de crescimento de diferentes países, além de modificações nas políticas monetárias e fiscais. A privatização das empresas governamentais em um país, muitas vezes, induz fluxos de entrada de dinheiro quando investidores estrangeiros compram ações dessas empresas. Consideram-se as

conexões entre a valorização de uma moeda e a deflação no mercado de bens de um país (ou as relações entre a desvalorização de uma moeda e a inflação no seu mercado de bens). A valorização da moeda leva a quedas nos preços dos bens negociados internacionalmente, a falências e descapitalização de bancos e outras firmas financeiras. A valorização do *yen* japonês na segunda metade da década de 1980 e na década de 1990 pressionou a queda dos preços de bens internacionais no Japão. A desvalorização das moedas argentina, uruguaia, australiana e neozelandesa no início dos anos 1930 contribuiu para a queda nos preços do trigo nos Estados Unidos, a qual, por sua vez, levou à falência fazendeiros e bancos no Missouri, Indiana, Illinois, Iowa, Arkansas e Carolina do Norte.[13]

*Boom*s e quebras estão conectados internacionalmente de vários modos; um *boom* econômico em um país quase sempre atrai dinheiro estrangeiro e pode reduzir o fluxo de dinheiro para outros. Assim, em 1872, Berlim e Viena pararam de conceder empréstimos para Nova York, e o *boom* no mercado de ações dos Estados Unidos em 1928, por sua vez, levou a uma forte redução nas compras norte-americanas de títulos alemães, australianos e latino-americanos. O colapso do mercado de empréstimos bancários para o Brasil, o México e a Argentina, em 1982, levou a um forte declínio nos valores de suas moedas.

Os preços das ações e dos imóveis aumentaram rapidamente em três dos países nórdicos no final dos anos 1980, triplicando na Noruega e quintuplicando na Suécia e na Finlândia.[14]

8.3 O *Kipper-und Wipperzeit*

A história das crises financeiras começou com o dinheiro metálico: o crédito dos bancos ou outros financiadores não foi envolvido. Príncipes, abades, bispos e até mesmo o Sacro Imperador Romano reduziram a cunhagem de moedas secundárias usadas nas transações diárias (mas não as de prata e ouro de denominações maiores), aumentando a denominação das já existentes, substituindo a base por bons metais e reduzindo o conteúdo metálico delas para também diminuir a diferença entre o custo de produção das moedas e seu valor nominal, em preparação para a Guerra dos Trinta Anos, iniciada em 1618. A redução da quantidade de metal ocorreu somente em seus próprios territórios, e algum espírito empreendedor descobriu que era mais lucrativo atravessar as fronteiras com moedas ruins até os principados vizinhos e trocá-las com pessoas ignorantes do povo por moedas boas, as quais eram então trazidas de volta, e a quantidade de metal nelas, reduzida. A unidade territorial sobre a qual o dano original havia sido infringido iria reduzir a quantidade de metal da sua própria moeda como defesa e então se voltar aos vizinhos para compensar suas perdas e aumentar as reservas para a guerra. Mais e mais casas da moeda foram estabelecidas para extrair uma quantidade maior de metal das moedas.

A redução da quantidade de metal nas moedas foi acelerada até que as moedas auxiliares se tornaram praticamente sem valor, e as crianças brincavam com elas na rua, como relatado no conto de Leon Tolstói, *Ivan, o tolo.*

Algumas fontes locais defendiam o ponto de vista de que a primeira invasão de dinheiro

com teor metálico reduzido veio da Itália, e de lá se espalhou para o sul da Alemanha por meio do Bispo de Chur no Lago de Constança. Entretanto, a mesma fonte, em Ulm, alegou que a falsificação do Círculo do Reno Superior, que incluía Estrasburgo, era especialmente ultrajante. Começando em escala pequena por volta de 1600, a redução do teor de metal das moedas rapidamente se acelerou depois de 1618, espalhando-se para a Alemanha e Áustria, para a área que se tornaria a Hungria, a República Tcheca e a Eslováquia, para a Polônia, e, de acordo com algumas fontes, para o oriente médio e extremo oriente através da cidade de Lvov, na Rússia.[15]

8.4 As bolhas dos Mares do Sul e do Mississipi

Åkerman definiu a crise de 1720 como a primeira crise internacional, porque a especulação de 1717 a 1720 na França e na Grã-Bretanha afetaram as cidades da Holanda e do norte da Itália, além de Hamburgo.[16] As bolhas dos Mares do Sul e do Mississipi estavam conectadas de várias formas. Em 1717, os investidores britânicos começaram a seguir a negociação das ações dos bancos de John Law e as companhias na Rue de Quincampoix em Paris. Em maio de 1719, o embaixador britânico em Paris recebeu cartas de amigos e parentes na Escócia implorando para que ele lhes comprasse ações da Compagnie des Indes. Trinta mil estrangeiros, incluindo a nobreza britânica, viajaram até Paris para se inscreverem pessoalmente. Em maio, o embaixador Stair pediu a seu governo para tomar alguma providência e concorrer com John Law, reduzindo o fluxo de dinheiro de Londres para Paris. Quando o sistema de Law atingiu seu ápice em dezembro de 1719, alguns especuladores, incluindo o Duque de Chandos, venderam ações da Companhia dos Mares do Sul e compraram as do Mississipi.[17]

Enquanto os especuladores britânicos estavam comprando ações do Mississipi em Paris, muitos europeus do continente adquiriam as da Mares do Sul em Londres. *Sir* Theodore Hanssen tinha uma longa lista de inscritos de Genebra, Paris, Amsterdã e Haia. Um dos investidores franceses era o banqueiro Martin, já mencionado anteriormente – Charles McKay registrou que Martin comprou £ 500, declarando: “quando o resto do mundo está louco, devemos imitá-los de algum modo”. Quando os especuladores ganhadores liquidaram em julho, o Cantão de Berna, que havia especulado com £ 200 mil em fundos públicos, vendeu com um lucro de £ 2 milhões.[18]

Amsterdã lucrou com sua localização entre Paris e Londres. Os holandeses venderam suas ações da Mississipi Compagnie des Indes no momento certo e perderam pouco na quebra. Em abril de 1720, talvez um pouco prematuramente, David Leeuw liquidou suas ações da Mares do Sul e comprou ações do Banco da Inglaterra e da Companhia das Índias Orientais. No final do mês, o banqueiro holandês Crellius observou friamente que era como se “todos os loucos tivessem tinham escapado do hospício ao mesmo tempo”[19] na Exchange Alley. Em junho e julho houve atrasos de doze horas em navios no eixo Grã-Bretanha-Amsterdã, e em 16 de julho, oitenta judeus, presbiterianos e anabatistas, especuladores de Exchange Alley, foram até

a Holanda e Hamburgo para negociar ações de seguros.[20] No último trimestre de 1720, Londres e o continente europeu estavam compartilhando o desastre financeiro. Samuel Bernard, um banqueiro francês, foi enviado até Londres para vender ações da Mares do Sul por ouro, que devia ser trazido de volta à França para combater o sistema de Law. Os banqueiros holandeses "recolheram as velas, cobrando pagamentos adiantados, recusando conceder mais crédito, vendendo ações que eram mantidas como garantia".[21] O preço da libra britânica relativamente ao *guilder* em Amsterdã, que havia aumentado de 35,4 *guilders* por libra para 36,1 quando ocorreu a primeira valorização das ações da Mares do Sul em abril e "a França, Holanda e, até certo ponto, a Dinamarca, Espanha e Portugal" estavam comprando, caiu para 33,9 em 1o de setembro quando "os estrangeiros perderam o gosto por títulos ingleses". No ápice do pânico, a libra se recuperou e chegou a 35,2.[22]

8.5 De 1763 a 1819

A crise de 1763 envolveu principalmente a Holanda, Hamburgo, a então Prússia e a península escandinava, com repercussões em (e com a ajuda de) Londres. A França não foi atingida, pois a Guerra dos Sete Anos foi direcionada contra esse país. George Chalmers, um perspicaz observador contemporâneo, alegou que as especulações em terras nos Estados Unidos foram um fator da crise, embora essa declaração não seja apoiada por outras pessoas.[23] Amsterdã era o entreposto para o pagamento de dinheiro para os aliados britânicos, e os holandeses haviam expandido o crédito ao comprar ações do governo britânico e *Wisselruiti* (cadeias de cartas de acomodação) que levaram a um edifício de crédito construído sobre uma fundação pequena (o proverbial "castelo de cartas"); as cartas eram emitidas para casas mercantis em Estocolmo, Hamburgo, Bremen, Leipzig, Alton, Libeck, Copenhagen e São Petersburgo. Letras de câmbio expedidas com o título de bens embarcados também circulavam em Amsterdã, além das cartas de acomodação. Os preços das *commodities* caíram depois da guerra – especialmente o açúcar, na retomada das importações das Índias Ocidentais Francesas –, e assim as cartas não puderam ser pagas.[24] Hamburgo alertou as casas de Amsterdã que suspenderia o pagamento a menos que fosse dado apoio aos DeNeufvilles. Segundo um dos relatos, a carta chegou tarde demais,[25] e outro dizia que um plano para salvar a empresa fracassou porque sua reputação era muito ruim.[26] Com o tempo, os DeNeufvilles conseguiriam pagar 70% de suas obrigações, mas seus credores concordaram com 60% antes que se soubesse disso; no fim, os credores de Hamburgo tiveram que esperar 36 anos para coletar até mesmo isso.[27] O golpe de misericórdia ocorreu quando Frederico II da Prússia, que havia reduzido o teor de metal das moedas de prata em 1759 para financiar a guerra, recolheu as moedas antigas e cunhou novas em Amsterdã com base nos créditos dos banqueiros holandeses.[28]

Assim, a decisão de recolher as moedas antigas antes de emitir as novas levou à deflação, porque o suprimento de dinheiro declinou.

Londres veio para o resgate de Amsterdã e financiou uma parte considerável do comércio

e investimentos holandeses com a península escandinava e Rússia. Muito contra sua vontade, Frederico II precisava auxiliar os mercadores de Berlim em meio à crise quando esses tiveram suas cartas protestadas.[29] No final de setembro de 1762, as casas suecas reclamaram, pois as cartas que emitiram foram protestadas e não pagas em Amsterdã, enquanto remissões enviadas para cobrir as notas foram retidas. É discutível o fato de que Amsterdã tentou salvar-se vendendo títulos britânicos: Wilson afirma que foi assim que o país exportou a crise para Londres. Já Carter insistiu que não é possível encontrar evidências das vendas nos livros de transferência.[30]

A crise de 1772 espalhou-se da Escócia e Londres para Amsterdã, e de lá para Estocolmo e São Petersburgo. Grandes fluxos em espécie de Paris para Londres alimentaram o canal e a mania dos bancos rurais durante o Terror em 1792, que teve seu pico com a execução de Luís XVI na guilhotina em janeiro de 1793. A direção do fluxo de metais preciosos reverteu-se em 1797 quando a ordem monetária havia sido mais ou menos restaurada durante o Consulado, depois da criação dos *assignats* (moeda usada durante a Revolução Francesa).

A crise britânica de 1810 foi localizada: os exportadores do país inicialmente exageraram nas vendas para o Brasil e então foram isolados dos seus mercados no Báltico pelo bloqueio continental. Houve ecos dessa crise em Hamburgo e em Nova York.

Os aspectos internacionais das crises de 1816 e 1819 refletiram as grandes vendas britânicas para as fábricas do continente europeu no final da guerra em 1814. Smart chamou a isso um frenesi de exportação, que logo se quebrou como as bolhas dos Mares do Sul e do Mississipi. Quando os preços entraram em colapso, as mercadorias foram enviadas para a América do Norte, o que levou à tarifa de 1816 dos Estados Unidos. O resultado foi uma depressão profunda sem um pânico ou mesmo uma crise.[31] Em 1818 e 1819, houve pânicos dos dois lados do Atlântico, conectados de um modo que não era óbvio. A crise de 1819 na Grã-Bretanha seguiu-se ao colapso da especulação de *commodities* em 1818; o descrédito e as dificuldades “originaram-se claramente do excesso anterior no comércio”.[32]

O ano de 1819 foi marcado pelo recomeço dos pagamentos em espécie e pelo massacre de Peterloo: trabalhadores de Manchester protestavam junto com suas famílias e foram atacados pela cavalaria, que matou pelo menos oito indivíduos. Smart considerou esse um “ano desastroso”.[33] Na América, o Segundo Banco dos Estados Unidos precipitou um pânico ao fazer suas filiais contatarem bancos estaduais para receber saldos e notas que possuía. O objetivo era levantar US$ 4 milhões em espécie e pagar os empréstimos realizados na Europa em 1803 para a aquisição da Louisiana.[34]

Mas o próprio Segundo Banco era uma bolha, reestabelecido em 1817 depois da dissolução do Primeiro Banco, em 1811. O banco era administrado por diretores gananciosos e corruptos que aceitavam notas promissórias em pagamento por ações e ações registradas com diferentes nomes para contornar a lei, que limitava a concentração da propriedade; também votavam empréstimos sobre as ações do banco, permitiam outros empréstimos sem garantias e o excessivo saque das contas. Hammond observou que o ritmo sóbrio dos negócios do século XVIII havia dado lugar a uma paixão democrática pelo enriquecimento rápido, e que os homens com essa paixão e falta de escrúpulos passaram a controlar o Segundo Banco.[35]

8.6 De 1825 a 1896

A crise de 1825 envolveu a Grã-Bretanha e a América do Sul, embora tenha havido um distinto vazamento para Paris que se estendeu até que o pânico a atingiu em janeiro de 1828. Com o pânico em Londres em dezembro de 1825, as vendas para o continente europeu pararam, trazendo impacto para os bancos em Paris, Lyon, Leipzig e Viena e obrigando a Itália e outros mercados que dependiam desses centros para financiamentos a reduzir suas compras. Dificuldades geradas por estoques problemáticos na área de produção têxtil da Alsácia foram gerais. As empresas tinham pouco dinheiro e circulavam de 9 a 16 milhões de francos em promissórias próprias como substituto para o dinheiro. Quando esse esquema veio abaixo em dezembro de 1827, devido à recusa dos bancos parisienses em renovar o empréstimo da Alsácia, a crise de Londres, resultante do excesso de negociação com ações da América do Sul, chegou ao continente europeu.[36]

Åkerman chama as crises de 1825 e 1836 de "anglo-americanas" em contraste à de 1847, que foi anglo-francesa.[37] As duas primeiras foram anglo-americanas de modo diferente: a crise de 1825 foi anglo-sul-americana, e a de 1836, anglo-estadunidense. Além disso, a situação em 1836 era mais complexa do que em 1825.

Como observado antes, o presidente Jackson considerava que a responsabilidade pela crise de 1836 a 1839 deveria ser dividida igualmente entre a Grã-Bretanha e os Estados Unidos, enquanto Matthews achava fútil atribuir uma primazia causal. A expansão monetária dos dois países era muito diferente. O sistema bancário selvagem da época foi auxiliado pelas importações de prata que começaram nos Estados Unidos, enquanto novos bancos de sociedade anônima eram estabelecidos na Grã-Bretanha de acordo com novas legislações em 1826 e 1833. A especulação britânica era em algodão, tecidos deste material e ferrovias, e a norte-americana era em algodão e terras, especialmente terras para plantio daquele. Além disso, os bancos anglo-americanos em Londres financiavam as exportações britânicas para os Estados Unidos.

A crise não foi uma questão puramente anglo-americana, embora seja muitas vezes tratada assim, com ênfase sobre seu impacto sobre a evolução da política de descontos do Banco da Inglaterra.[38] Hawtrey afirma que a crise começou na Grã-Bretanha em 1836 e 1837, se espalhou para os Estados Unidos e então, em maio de 1838, quando a Grã-Bretanha se recuperava silenciosamente, irrompeu na Bélgica, França e Alemanha, para depois retornar a seu país de origem e aos Estados Unidos em 1839.[39] A crise nos Estados Unidos também afetou a França e a Alemanha diretamente por meio do declínio no volume das importações, quedas nos preços e conexões financeiras. Lyon sentiu imediatamente a perda de mercados para a seda. As compras norte-americanas eram importantes para o sucesso dos negócios em Frankfurt e em Leipzig. As casas de comissão norte-americanas em Paris, que financiavam suas compras principalmente em Londres, e o banqueiro norte-americano Samuel Wellers, que também dependia daquele país para financiamento, ficaram ameaçados de falência em meados de 1837.[40] O Maison Hottinguer, um banco francês, ajudou Nicholas Biddle do Banco dos Estados Unidos a subscrever o controle do mercado de algodão, o que estrangulou os tecelões

em Manchester, Rouen e na Alsácia no segundo semestre de 1837, antes do colapso desse controle em novembro daquele ano, resultado de um boicote anglo-francês.[41] Além disso, o Banco da França proporcionou assistência ao Banco da Inglaterra. Nos anos 1830, o mundo financeiro tinha complexos relacionamentos transatlânticos no comércio, preços das *commodities* e fluxos de capital entre a Grã-Bretanha, os Estados Unidos e a França.

Em janeiro de 1847, desenvolveram-se dificuldades em Londres como resposta às cobranças das ferrovias, e a crise veio no final do inverno. Åkerman afirmou que as dificuldades eram anglo-francesas, mas teve ecos no comércio entre a Grã-Bretanha e a Índia, em Amsterdã e nos Países Baixos, assim como na Alemanha e até mesmo em Nova York. Algum senso da dimensão da crise é evidente pelo número de falências coletado por Evans, mas não o valor dos ativos dos bancos e empresas falidos. Os dados sobre a Grã-Bretanha são mais completos do que as informações dos outros países, uma vez que Evans reportou somente as "principais falências estrangeiras". Apesar das sérias deficiências, uma tabela mostrando as falências mensais proporciona uma impressão útil de como a onda de choque da crise se espalhou. Vê-se que a crise britânica havia praticamente acabado, exceto por Londres, quando a revolução na França e Alemanha produziram as reações de março e abril de 1848, que provavelmente estão pouco registradas nos dados de Evans.[42]

A falência do A. Schaaffhausen Bank de Colônia em 29 de março de 1848 desempenhou um papel importante no desenvolvimento do sistema bancário alemão. O governo prussiano permitiu que o banco fosse salvo por meio da sua conversão em uma companhia de sociedade anônima, apesar da sua política de oposição à expansão do crédito. Esse precedente abriu caminho para a substancial expansão dos bancos alemães nos anos 1850, com importantes consequências para o crescimento econômico da Alemanha.[43]

Como Colônia era uma cidade hanseática, o banco provavelmente estava ligado à rede bancária mercantil de Londres-Antuérpia-Hamburgo-Bremen-Le Havre-Marseilles, citada tão proeminentemente por Evans. Uma fonte local afirmou que Colônia estava na encruzilhada do comércio entre a Holanda, Brabant, França e as Germânias oriental e superior, e que a cidade sofreu muitas falências como consequência da crise britânica de 1825. A fonte admitiu que, à parte algum financiamento de importações de couro da América do Sul, a maioria do financiamento bancário era local e realizado para a indústria pesada. Johann Wolter e Abraham Schaaffhausen começaram como mercadores de couro, comprando peles sul-americanas da Espanha – primeiro, através de Amsterdã e, depois, diretamente da Espanha. Schaaffhausen (o filho) era um mercador, agente comissionado, despachante e banqueiro com conexões internacionais. Os problemas em 1848, entretanto, vieram principalmente do financiamento de investimentos imobiliários em Colônia. Quase um quarto do portfólio do banco consistia de terras e empréstimos para um único construtor, que somaram 1,6 milhões de *thalers* – o capital do banco era de 1,5 milhões. Quando a inquietação social aumentou e os depositantes buscaram dinheiro, o banco conseguiu um sócio holandês e então obteve ajuda das filiais do Banco Prussiano em Colônia e em Münster, além da Seehandlung prussiana (outra agência financeira do Estado) e da loteria prussiana. A permissão para A. Schaaffhausen se converter em A. Schaaff Hausen'scher Bankverein pode estar relacionada com o fato de que os bancos de sociedade anônima foram proibidos de investir em locais de

construção e em todas as outras formas de especulação.[44]

O *boom* que desencadeou pânico de 1857 foi mundial. As descobertas de ouro na Califórnia (1849) e Austrália (1851) levaram a grandes exportações para esses países e aumentaram as bases de crédito na Europa e Estados Unidos. Isso teria acontecido em maior grau se a Índia não estivesse exportando muito mais do que importava, além de começar a receber, juntamente aos Estados Unidos, dinheiro da Grã-Bretanha, desencorajada a investir no continente europeu pelas revoluções de 1848. O superávit na balança de pagamentos foi financiado por um pagamento em prata, e tanto a Europa quanto os Estados Unidos tiveram *booms* ferroviários e bancários. A expansão também veio de bancos de sociedade anônima na Grã-Bretanha e Alemanha e do *Crédit Mobilier*, *Crédit Foncier* e *Crédit Agricole* na França, que fizeram grandes empréstimos para o comércio e indústria. Em particular, a península escandinava foi estimulada pelo *boom* comercial gerado pela revogação das Leis Britânicas do Milho, impostos sobre a lenha e os Navigation Acts.[45] Colheitas ruins e a Guerra da Crimeia, que cortaram as exportações russas, elevaram o preço do grão para fazendeiros do mundo todo. Esses foram, de fato, anos dourados para os britânicos, apesar da revogação das Leis do Milho em 1846. Depois da guerra, os preços dos grãos caíram quando os suprimentos russos voltaram para o mercado e a construção de ferrovias declinou. Os dominós começaram a cair em Ohio – ou melhor, na filial do banco de Ohio, em Nova York – e continuaram em Nova York, Ohio, Pennsylvania, Maryland, Rhode Island, Virgínia, e então em Liverpool, Londres, Paris, Hamburgo, Oslo e Estocolmo. Os dados de Evans sobre falências em 1857 são mais gerais do que aqueles de 1847, e a trajetória das falências não pode ser traçada. A da filial da Ohio Life and Trust Company em Nova York ocorreu aproximadamente ao mesmo tempo que os saques britânicos de fundos dos Estados Unidos em resposta ao aumento nas taxas de juros em Londres.

TABELA 8.1 FALÊNCIAS RELATADAS DURANTE A CRISE DE 1847-1848, POR CIDADE (NÚMERO DE FALÊNCIAS).

CIDADE	1847					1848								
	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	OUT-DEZ
Londres	11	19	21	25	7	3	7	3	1	8	2	1	1	1
Liverpool	5	4	28	10	4		3						1	
Manchester		6	11	8	1				1					
Glasgow	2	4	6	9	7	6				1				
Outras no Reino Unido	2	4	16	7	7	2		1	1					1
Calcutá					1	11	5		1	2				1
Outras cidades do Império Britânico											1	2	1	4
Paris		1				2	1	14	2					
Le Havre				1			1	5	2					
Marseilles		1			1	1		2	13					
Outras cidades da França			2			1		1		1	1			
Amsterdã				3	1	1		14	4		1			
Outras cidades dos Países Baixos	1		1	4				4		1	1			
Hamburgo	1			2		1			7	4	3	1		
Frankfurt					3	1			1					
Berlim								3	4	1				
Outras cidades na Alemanha		2			1		1		6					
Itália		3		7	1									
Outras cidades na Europa		1		3	2	1	1		1	1				
Nova York		1		3	1				1	5				4
Outras cidades nos Estados Unidos														7
Outras		1			1					2	1			2

Fonte: Nomes de empresas e bancos listados por EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. 69, 74, 91-92, 103-104, 105-106, 112-113, 118-120, 123, 127.

A natureza concentrada da crise da Ohio Life, desde sua revelação em 24 de agosto até a suspensão do Bank Act em Londres em 12 de novembro, por meio do empréstimo da Áustria para Hamburgo (o *Silberzug*) em 10 de dezembro, é impressionante. Clapham observou que a crise apareceu quase ao mesmo tempo nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e Europa Central e foi sentida na América do Sul, África do Sul e Extremo Oriente.[46] Rosemberg a chama “a primeira crise mundial”, e a câmara do comércio de Elberfeld afirmou: “O mundo é uma unidade; a indústria e o comércio o fizeram ser”.[47]

A crise de 1866 é o final de outra que começou em 1864. Åkerman disse que essa tem paralelos com a crise de 1857, pois ocorreu em consequência à Guerra Civil, assim como a de 1857 seguiu a Guerra da Crimeia; o colapso do algodão em 1866 também teve paralelos com o do trigo uma década antes.[48] A inclusão de 1864 elimina uma visão generalizada de que a crise foi estritamente britânica.[49] O *timing* do pânico na sexta-feira negra de 11 de maio de 1866 estava intimamente ligado à guerra entre a Prússia e a Áustria, em grande parte por meio de crises do mercado de ações atribuíveis a rumores de guerra (e depois, ao seu advento) e então ao *corso forzoso* – termo italiano para a não convertibilidade da moeda – de 11 de maio de 1866, quando o governo italiano suspendeu a convertibilidade da lira em ouro e, em troca desse privilégio, tomou emprestados 250 milhões de liras do banco nacional.[50] Como o colapso da Overend, Gurney, o *corso forzoso* foi disparado por uma corrida interna em busca de notas contra o ouro, estimulada por saques de dinheiro para Paris, que por sua vez sofreu com as vendas de títulos estrangeiros. O mercado de Londres estava abalado em meados de abril devido aos rumores de guerra, e a bolsa de Berlim entrou em pânico em 2 de maio com a mobilização para a guerra e, novamente, em 12 de maio quando o conflito eclodiu. O Banco Prussiano elevou sua taxa de descontos para 9% em 11 de maio. O pânico em Londres, nesse mesmo dia, foi parte de uma corrida geral por liquidez contra uma companhia vulnerável em

um momento de sérias dificuldades financeiras. Alfred André, um banqueiro parisiense com grandes interesses no Egito, passou uma “semana exaustiva” em Londres cuidando dos interesses de sua empresa no momento da crise da Overend, Gurney. Ele retornou a Paris em 17 de maio, concluindo que as companhias financeiras estavam arruinadas e que os negócios estavam paralisados na Itália, Prússia, Áustria e Rússia; a França estava em boa situação, mas somente por enquanto.[51]

Não existe conexão óbvia entre a crise do ouro nos Estados Unidos em setembro de 1869 e a austríaca do mesmo mês. As duas moedas estavam flutuando e ambos tiveram *booms* nos investimentos depois de suas guerras, embora a devastação do conflito tenha sido muito maior nos Estados Unidos. Wirth fez um prefácio para sua breve discussão sobre a “grande quebra de 1869”, que precedeu a real grande quebra de 1873, com observações sobre os investimentos alemães e austríacos nos Estados Unidos, a invasão dos mercados europeus por bens norte-americanos e a extensão das conexões bancárias e de transporte através do Atlântico.[52] Uma vez que Wirth não mencionou a crise do ouro nos Estados Unidos, parece improvável que ele estivesse sugerindo uma conexão; os relatos dessa crise norte-americana ignoram a Áustria.[53] Um vínculo possível é o preço do trigo, que Jay Gould e Jim Fisk estavam tentando aumentar quando elevaram o prêmio do ouro (por exemplo, o desconto sobre o dólar *greenback* usado para manter a economia estável e financiar a Guerra Civil Americana). As dificuldades que se seguiram à “quebra” de setembro de 1869 se concentraram na Hungria, um país produtor de trigo.[54] Gould afirma que os Estados Unidos poderiam vender trigo para a Grã-Bretanha concorrendo com a mão de obra barata e o transporte marítimo do Mediterrâneo ao ágio do ouro em 45, mas não poderiam vendê-lo com o ouro abaixo de 40.[55] O declínio no ágio sobre o ouro nos Estados Unidos em setembro deveria ter ajudado as perspectivas econômicas da Hungria.

A história de 1873 começa com a indenização franco-prussiana, da qual um décimo foi pago em ouro em 1871 e levou à substancial especulação na Alemanha, que então se espalhou para a Áustria.[56] Jay Cooke, um retardatário nas finanças ferroviárias que buscava capital para ferrovias na Europa, exagerou com a Northern Pacific. Ele tentou tomar empréstimos em Frankfurt, mas não podia concorrer com os *booms* na construção na Alemanha e na Áustria.[57] Outros choques incluem a abertura do Canal de Suez em 1869, o erro das autoridades alemãs em pagar por novas moedas antes de recolher as velhas moedas de prata, o incêndio de Chicago em 9 de outubro de 1871[58] e especialmente a excitação gerada pela unificação alemã sob a liderança de Bismark, da Prússia. A aquisição alemã de £ 90 milhões da indenização pôs em risco a estabilidade na Grã-Bretanha devido à ameaça da conversão em ouro. A França deflacionou para pagar a indenização e não foi afetada pela inflação que ocorreu no restante da Europa.

Uma questão importante é a conexão entre o colapso em maio de 1873 na Áustria e na Alemanha, depois de alguns meses de dificuldades, e o nos Estados Unidos em setembro. As mudanças nos investimentos alemães nas ferrovias norte-americanas podem ser consideradas o vínculo dessas crises. Inicialmente, os investidores alemães especulavam nas ferrovias e terras no oeste, e então houve uma abrupta interrupção nos investimentos. McCartney afirmou que a crise de 1873 é geralmente aceita como a primeira crise internacional, que irrompeu na

Áustria e Alemanha em maio, espalhando-se para a Itália, Holanda e Bélgica e então para os Estados Unidos em setembro; mais tarde, envolveu a Grã-Bretanha, França e Rússia. Um segundo pânico atingiu Viena em 1o de novembro, mas foi de curta duração.[59] Morgenstern observou "claras evidências de transmissão ao longo do ano, estendida para Amsterdã e Zurique", em sua tabela de pânicos nos mercados internacionais de ações.[60] No último trimestre de 1875, o Barão Carl Meyer von Rothschild escreveu para Gerson von Bleichröder e comentou sobre o baixo estado dos preços das ações em todos os lugares, observando que "todo o mundo se tornou uma cidade".[61]

Seguiu-se uma série de falências menos intimamente relacionadas, incluindo o caso da Cidade de Glasgow, em 1878, a Union Générale, em 1882, e a Bolsa de Valores de Nova York, em 1884, e os pânicos nos mercados de ações por toda a Europa em 1887, devido à ameaça de guerra entre a Rússia e a Turquia. Também podemos citar o controle do mercado de cobre em 1888, em Paris, com a falência do Comptoir d'Escompte, a crise da Baring de 1890, o escândalo do Panamá em 1892 e o pânico de Nova York em 1893. Sua propagação foi estudada em detalhes por Morgenstern[62] e Pressnell, que se concentraram especialmente na crise da Baring e deram particular importância ao seu impacto sobre as reservas de ouro do Banco da Inglaterra.[63] A crise da Baring em 1890 produziu escassez financeira em vez de um pânico em Nova York: os investidores britânicos venderam ações dos Estados Unidos consideradas boas para realizar empréstimos ruins à América Latina.[64] A crise financeira em Nova York de outubro de 1890 precipitou o colapso da Baring Brothers em novembro ao produzir falências em Londres, e a crise na instituição, induzida por dificuldades na Argentina, causou um forte declínio nos empréstimos britânicos por todo o mundo e contribuiu fortemente para as crises na África do Sul, Austrália e Estados Unidos nos anos seguintes.[65]

8.7 O ano de 1907

A crise de 1907 nos Estados Unidos começou muitos anos antes na Itália, que participou da escalada dos primeiros anos do século XX.[66] A especulação alimentada pelo crédito era frequente: houve empreendimentos fictícios e um truste da indústria do aço que usava fundos ostensivamente emprestados para investimentos reais a fim de especular com seus próprios títulos. Eram pagos altos dividendos com o dinheiro dos empréstimos para estimular o interesse dos investidores, e as dificuldades começaram em maio de 1905 com o colapso de muitas novas companhias; uma segunda recaída ocorreu no mercado de ações de Gênova em outubro de 1906. Em abril e maio de 1907, os empréstimos de Paris e Londres haviam desacelerado e as dificuldades tornaram-se mais sérias. A Società Bancaria Italiana foi iniciada em 1898 com capital de 4 milhões de liras, elevado para 5 milhões em 1899 e, depois, para 9 milhões em 1900, 20 milhões em 1904, 30 milhões em 1905 e 50 milhões em março de 1906. Quando o capital era elevado, bancos antigos (e muitas vezes com problemas) eram comprados, além de haver a contratação de novos funcionários;[67] o escritório central do banco em Milão não sabia dos riscos que haviam sido assumidos pela sua filial em Gênova.[68]

Particularmente, o banco estava profundamente envolvido em adiantamentos sobre títulos (*riporti*). O diretor Strigher da Banca d'Italia estava preocupado com a pouca qualidade de seus empréstimos e com o grande valor que havia tomado emprestado do banco central em dezembro de 1906. Quando Paris e Londres cortaram novos créditos para a Itália e para os Estados Unidos no outono de 1907, o banco estava condenado. As conexões diretas entre Turim-Milão-Gênova e Nova York eram limitadas, mas os centros italianos estavam conectados a Paris. Nova York estava relacionada principalmente a Londres; Paris e Londres, uma com a outra. Bonelli afirmou que quando Paris vendeu seus títulos britânicos, e os dois pararam de emprestar, os países coloniais subitamente se viram privados de capital e foram obrigados a interromper projetos de investimento em andamento com consequente queda na demanda, saída de produtos, emprego e preços. A analogia entre a Itália em 1907 e um território colonial é notável. Bonelli afirmou que a interrupção dos empréstimos de Paris para a Itália teria tido consequências muito mais sérias se não fosse pelas remessas de emigrantes italianos, principalmente dos Estados Unidos.[69] Havia uma conexão direta através do Atlântico, principalmente entre Nova York e Nápoles. O relato de Bonelli concentrou-se nas conexões diretas que diferiam das notas um observador contemporâneo – um banqueiro de Nova York chamado Frank Vanderlip, que em um artigo chamado *The Panic as a World Phenomenon* afirmou que as causas básicas do pânico foram a Guerra dos Bôeres, a Guerra Russo-japonesa e o terremoto de São Francisco. Mas, depois de um início grandioso, discutiu o comércio em excesso realizado por trustes recém-formados e a necessidade de expansão monetária.[70]

8.8 As ramificações internacionais de 1929

O presidente Hoover afirmou que parte da causa real da Grande Depressão foi a expansão da produção fora da Europa durante a Primeira Guerra Mundial, que contribuiu para o excesso na oferta quando a produção europeia se recuperou. Além disso, houve complicações financeiras nas reparações e dívidas de guerra, uma libra britânica supervalorizada e um franco francês subvalorizado, além da reciclagem das reparações alemãs depois do Plano Dawes devido à compra de títulos das corporações germânicas e organismos públicos por norte-americanos. Parte da culpa é atribuída à redução das taxas de juros nos Estados Unidos em meados de 1927 para ajudar a Grã-Bretanha a manter a paridade da libra, quando os objetivos domésticos dos norte-americanos seriam mais bem atendidos por taxas de juros mais elevados. Quando os preços das ações nos Estados Unidos aumentaram em março de 1928 e, especialmente, depois de junho, as compras norte-americanas de títulos estrangeiros foram interrompidas. Por algum tempo, a Alemanha, os países da América Latina e a Austrália fariam empréstimos de curto prazo; a Alemanha respondeu ao fluxo reduzido de entrada de dinheiro deflacionando sua economia para fazer os pagamentos das reparações. As posições de pagamento do Brasil, Argentina, Austrália e Uruguai tornaram-se muito adversas; incapazes de financiar seus acúmulos de dívidas de curto prazo para fazer mais empréstimos, suas moedas desvalorizaram-se logo depois da quebra do mercado de ações de outubro de 1929,

quando os preços do trigo, café, borracha, açúcar, seda e algodão caíram rapidamente.

Um programa de mercado aberto realizado pelo Banco da Reserva Nacional de Nova York por iniciativa própria, sobre o protesto do Conselho da Reserva Federal em Washington, reduziu a restrição do crédito no começo de 1929. Houve um aumento nos empréstimos internacionais na primeira metade da década de 1930, e seu volume no trimestre de abril-junho foi maior do que em qualquer outro trimestre nos anos 1920 e 1930. Entretanto, o nível menor de preços e a perda da confiança na Alemanha, especialmente depois da vitória do partido nacional-socialista nas eleições de setembro de 1930, significaram que as dificuldades financeiras continuaram. Os bancos na Europa central, principalmente Áustria e Alemanha, tentaram melhorar suas posições dando lances para elevarem os preços de suas próprias ações. Dois bancos privados de Paris faliram, o Banque Adam e o Banque Oustric – que iniciou um escândalo que implicou três funcionários públicos e levou à queda do governo. O deflacionário governo Laval subiu ao poder no início de 1931 e então começou o ciclo de deflação: a falência do Credit Anstalt de Viena em maio, a falência do Danatbank da Alemanha em julho, o acordo de imobilização alemão de julho e saques de dinheiro de Londres em agosto, que culminaram na decisão dos britânicos em setembro de 1931 de quebrar o vínculo entre a libra e o ouro. O *bloco do ouro* da França, Bélgica, Países Baixos e Suíça começou a comprar o metal com dólares norte-americanos, e o saque de ouro dos Estados Unidos reduziu as reservas dos bancos norte-americanos. O Japão abandonou o ouro em dezembro de 1931. A deflação nos Estados Unidos veio da depreciação da libra britânica e das moedas dos países da área esterlina que continuavam atreladas à libra, bem como da redução das reservas bancárias. Em fevereiro de 1932, o Glass-Steagall Act tornou possível empréstimos por meio de operações de mercado aberto, mas era tarde demais. As falências bancárias continuaram a se espalhar em um processo de *feedback* positivo de deflação da dívida de queda dos preços, falências e quebras dos bancos. A economia dos Estados Unidos chegou ao fim com o feriado bancário geral que começou em março de 1933 e a desvalorização do dólar em meados daquele ano, quando a paridade ouro de US$ 20,67 foi abandonada.

Porém, essa história não leva à conclusão de que a depressão de 1930 se originou nos Estados Unidos.

Contágio da bolha: da Cidade do México a Tóquio, de Bangkok a Nova York, de Londres a Reykjavik

O REGISTRO DE QUATRO ONDAS DE BOLHAS DE CRÉDITO em trinta anos, além de uma bolha nas ações nos Estados Unidos no final da década de 1990 é algo único na história financeira. Ou essa sucessão de ondas em período relativamente curto foi uma coincidência, ou houve um relacionamento sistemático entre muitas delas. Obviamente, a primeira onda – que envolveu o rápido crescimento dos empréstimos bancários para governos e empresas governamentais no México e dez outros países em desenvolvimento – foi *sui generis*. Mas será que houve uma conexão entre a implosão dessa onda e a bolha de crédito centralizada no Japão na última metade da década de 1980? Existiu também uma ligação entre a implosão dos preços dos ativos em Tóquio no início dos anos 1990 e a terceira onda de bolhas, que envolveram a Tailândia e seus vizinhos do sudoeste asiático em meados dos anos 1990, além do Brasil, México, Rússia e Argentina? Ou entre a crise financeira asiática que começou em meados de 1997 e a bolha nas ações dos Estados Unidos no final dos anos 1990? A onda de bolhas imobiliárias nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha e Islândia entre 2002 e 2007 e a bolha na dívida dos governos da Grécia, Portugal e Espanha em 2008 e 2009 estavam relacionadas aos eventos anteriores?

As bolhas de preços dos ativos nos principais países industriais são pouco frequentes. A anterior nos preços das ações nos Estados Unidos havia ocorrido no final da década de 1920. O Japão nunca teve antes uma bolha nos preços dos ativos – e nem os outros países asiáticos. Uma bolha em três, quatro ou mais países ao mesmo tempo é um acontecimento extraordinário e sugere uma causa comum – um deslocamento do choque similar à teoria de Minsky, e provavelmente um choque externo, já que tantos países sofreram impactos similares ao mesmo tempo. Quatro ondas de bolhas em trinta anos sugerem que a inversão da direção dos fluxos internacionais de dinheiro que se segue à implosão de uma bolha pode contribuir para a próxima.

A maioria das bolhas de crédito leva a outras nos preços dos ativos; todas as bolhas imobiliárias foram resultado do rápido aumento da oferta de crédito. A bolha do crédito nos

anos 1970 financiou os déficits dos governos e empresas governamentais no México e em outros países em desenvolvimento quando suas taxas de crescimento do PIB se aceleraram devido ao rápido aumento nos preços das *commodities*. A bolha nas ações e propriedades no Japão na segunda metade dos anos 1980 foi resultado do rápido aumento na oferta de crédito para os compradores de imóveis. De maneira semelhante, as bolhas nos preços dos imóveis e ações na Tailândia, Malásia e em outros países asiáticos, além do México e de outros países da América Latina na primeira metade dos anos 1990, foram respostas a fluxos de entrada de dinheiro e à expansão do crédito doméstico. Os aumentos nos preços dos imóveis residenciais nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e outros países depois de 2002 resultaram de uma grande elevação na oferta de crédito que resultou parcialmente da securitização dos empréstimos hipotecários. Já as bolhas nos títulos dos governos da Grécia e de alguns dos seus vizinhos no sul da Europa resultaram de um significativo aumento nos fluxos de dinheiro para esses países.

Um dos três componentes essenciais para o desenvolvimento de uma bolha de crédito é um grande *pool* de dinheiro, que pode ser acessado para proporcionar empréstimos; o segundo, é o choque que leva a fortes aumentos nas taxas previstas de retorno – ou a uma significativa redução no risco – em empréstimos para um grupo particular de tomadores de empréstimo. O choque pode envolver uma redução na regulamentação que torne mais fácil para estes o acesso a crédito em mercados estrangeiros. O terceiro componente é a presença de um grupo de investidores disposto a estender mais crédito para o grupo de tomadores de empréstimos.

9.1 O surto dos empréstimos bancários para o México e outros países nos anos 1970

A característica excepcional dos anos 1970 foi a disparada nas taxas de inflação nos Estados Unidos e no mundo durante tempos de paz. Os dois episódios anteriores de preços que se elevaram rapidamente no século XX aconteceram durante a Primeira e a Segunda Guerra Mundial e depois delas. Os desequilíbrios nos balanços de pagamentos dispararam no final dos anos 1960 e início dos 1970, o que levou a um grande aumento na oferta de dinheiro no mundo. A inflação dos anos 1970 seguiu-se ao fim do acordo da Bretton Woods sobre as paridades das moedas nacionais, o que eliminou as "âncoras" nacionais para políticas monetárias.

Um impacto dramático da elevação da taxa de inflação nos Estados Unidos no final dos anos 1960 foi o aumento das taxas de juros sobre títulos norte-americanos de curto e longo prazo, as quais atingiram os tetos estabelecidos pelo BC norte-americano para depósitos em dólares norte-americanos. O resultado foi uma grande transferência dos depósitos com denominação em dólares norte-americanos para bancos estrangeiros (incluindo as filiais dos bancos norte-americanos) em Londres e em outros centros financeiros que não estavam sujeitos a esses tetos.

O surto na demanda associado ao rápido crescimento na oferta de dinheiro levou os

preços dos produtos primários a uma rápida elevação. Houve dois grandes choques no preço do petróleo: os superávits nos balanços de pagamentos dos países exportadores dispararam, e, assim, sua demanda por títulos em dólares norte-americanos ampliou rapidamente.

Os aumentos nas taxas de crescimento do PIB nos países produtores de *commodities* indicava que seus governos eram tomadores de empréstimos mais atraentes.

Bancos da Grã-Bretanha, Canadá, Japão e outros países obtiveram dinheiro dos bancos desses centros estrangeiros para empréstimos com denominação em dólares ao México e a outros países em desenvolvimento. Antes, esses devedores haviam dependido dos bancos dos Estados Unidos e de instituições como o Banco Mundial para a maior parte de seus financiamentos externos. O número de financiadores dispostos e capazes de aumentar seus empréstimos para esses países expandiu rapidamente, e os bancos estrangeiros conseguiram elevar seus ativos muito mais rapidamente do que poderiam em suas economias domésticas. No entanto, as instituições bancárias dos Estados Unidos responderam ao desafio desses bancos (que estavam invadindo “seu território” por meio de cortes de preços, reduzindo as taxas de juros) para minimizar o declínio em sua participação no mercado.

Os tomadores de empréstimos nesses países em desenvolvimento estavam ansiosos pelo dinheiro, e os credores acreditavam que o risco de crédito era modesto. Um experiente e respeitado banqueiro de Nova York disse que “países não vão à falência”. O dinheiro disponível para os mutuários era muitas vezes maior do que os pagamentos dos juros sobre os antigos débitos, porém eles não viram problemas em manter suas dívidas externas. Comentava-se que os principais bancos internacionais estavam envolvidos na “reciclagem dos petrodólares”, o que permitiria aos países importadores do petróleo financiar déficits comerciais muito maiores: os excedentes dos países exportadores eram reciclados, mas o aumento da dívida dos importadores era muito maior do que a expansão nas reservas de ativos internacionais dos exportadores. O aumento do fluxo monetário para esses países em desenvolvimento permitiu a eles o financiamento de maiores déficits comerciais e de conta-corrente, o que indicava que os países industrializados tinham excedentes significativamente maiores nas contas-correntes.

A dívida externa do México e de outros países em desenvolvimento aumentou em 20% ao ano por uma década, enquanto a taxa de juros sobre esses empréstimos alcançou uma média de 8% ao ano, embora tendessem a subir nos anos 1970 quando a taxa mundial de inflação se elevou. Os fluxos de caixa de novos empréstimos eram significativamente maiores do que os pagamentos dos juros sobre os débitos pendentes; isso mostrava que as moedas desses países se valorizaram em termos reais – e que seus déficits comerciais aumentaram. Enquanto a dívida estava aumentando muito mais rapidamente do que a receita, houve uma bolha no padrão de fluxos de caixa, já que era inevitável, em algum momento, que os financiadores se tornassem mais cuidadosos, pois as dívidas expandiriam com menor rapidez, e as moedas desses países se desvalorizariam.

A bolha nos fluxos de crédito para os países em desenvolvimento foi pontuada pela política monetária fortemente contracionista que o Banco Central norte-americano adotou no último trimestre de 1979. A capacidade desses países de financiar o déficit comercial e da conta-corrente caiu rapidamente – um sinal de que os excedentes comerciais dos países

industriais declinaram. Além disso, houve um grande fluxo de dinheiro para os Estados Unidos vindo de outros países industriais, indicando que suas moedas se desvalorizaram e seus excedentes comerciais dispararam quando o déficit comercial norte-americano aumentou.

As moedas europeias e o *yen* japonês desvalorizaram-se até 1985, e o déficit comercial dos Estados Unidos aumentou até 1987; o reflexo dessa elevação até 1987 foi a ampliação dos superávits comerciais de muitos países, incluindo o Japão.

9.2 A bolha dos preços dos ativos no Japão nos anos 1980

O rápido crescimento na oferta de dinheiro e crédito no Japão na segunda metade dos anos 1980 foi resultado da relutância das autoridades japonesas em valorizar o *yen*; se assim o fizessem, o excedente comercial do país cairia, com impactos negativos sobre os lucros e emprego nas indústrias de exportação. O Banco do Japão comprou dólares norte-americanos para resistir à pressão pela valorização do *yen*, e isso levou a um rápido aumento nas reservas dos bancos japoneses, que foram então capazes de aumentar seus empréstimos rapidamente. As regulamentações sobre empréstimos bancários para compra de investimentos reais e construção foram relaxadas na crença de que o aumento dos gastos em imóveis contribuiria para o crescimento econômico, levando a ampliações nas importações e amortecendo a tendência de fortalecimento do *yen*; isso também aconteceu com as restrições aos investimentos estrangeiros por empresas japonesas, na crença de que o maior fluxo de saída do dinheiro também amorteceria a tendência de elevação da moeda.

A bolha imobiliária dos anos 1980 no Japão foi tão grande que, no final da década, dizia-se em Tóquio que o valor de mercado da terra sob o Palácio Imperial era maior que o de todos os imóveis da Califórnia – cuja área é bilhões de vezes maior que o terreno do Palácio Imperial; isso mostrava que seu preço por hectare era um milhão de vezes maior que a Califórnia. Não que tenha havido um leilão ou mesmo um pseudoleilão pelo terreno do Palácio Imperial. O analista que fez essa comparação estimou o valor do terreno do palácio multiplicando cerca de cem hectares pelo preço pago recentemente por um pequeno terreno no bairro vizinho de Ginza, então a área mais valiosa de Tóquio. O valor dos imóveis da Califórnia foi obtido dos dados BC norte-americano sobre o patrimônio familiar do país.

Todos os valores financeiros em Tóquio estavam nas alturas no final dos anos 1980; e o valor de mercado das ações japonesas era o dobro do das ações norte-americanas, embora o PIB japonês fosse menos da metade do PIB norte-americano. A comparação entre as empresas japonesas e norte-americanas em termos das razões entre o valor de mercado das ações e a lucratividade era ainda mais distorcida. O valor de mercado dos imóveis japoneses era duas vezes o dos imóveis norte-americanos, embora a área do Japão corresponda a 5% da área dos Estados Unidos (além disso, 80% do território daquele é montanhoso). O valor de mercado do terreno *per capita* no Japão era quatro vezes superior ao valor correspondente norte-americano, enquanto a renda *per capita* japonesa correspondia a 60 ou 70% da norte-

americana.

Os bancos japoneses estavam no topo das listas dos mais bem-sucedidos do mundo – medidos por ativos e pelos depósitos (mas não pelos lucros). Na época, sete dos dez grandes bancos dessas listas eram japoneses, e o capital do Nomura, o maior banco de investimentos do Japão, era muito mais elevado do que o capital reunido dos cinco maiores bancos de investimento dos Estados Unidos.

Como mencionado no Capítulo 1, a companhia imobiliária Mitsui pagou US$ 625 milhões pelo edifício Exxon na Sexta Avenida em Nova York, embora o preço pedido fosse de US$ 510 milhões; a companhia japonesa queria entrar para o *Livro Guinness dos Recordes*. Outras empresas do Japão também estavam adquirindo "propriedades e edifícios troféu" nos Estados Unidos: imobiliária Mitsubishi e um grupo relacionado ao Banco Sumimoto compraram o campo de golfe de Peeble Beach, no norte da Califórnia; a Sony comprou a Columbia Records e, depois, a Columbia Pictures, e a Matsushita, sua principal rival na indústria eletrônica, comprou a MGM Universal.

Na década de 1980, o Japão era a segunda maior potência industrial, mais poderosa economicamente do que a Alemanha. A Toyota, a Nissan e a Honda eram líderes da indústria automobilística global. A Sony, a Matsushita, a Sharp e uma lista aparentemente infinita de empresas dominavam a indústria global de eletrônicos. A Nikon e a Canon eram as "donas" da indústria mundial de fotóptica.

Os mandarins no Ministério das Finanças mantinham tetos baixos de juros nos depósitos e empréstimos bancários, e as taxas de juros sobre os depósitos estavam abaixo da taxa de inflação; por esse motivo, as famílias precisavam poupar grande parte das suas receitas, ou seu patrimônio declinaria. A demanda por empréstimos de empresas a essas baixas taxas de juros era muito maior do que a oferta. Os oficiais do governo proporcionaram "orientação" para os bancos, identificando as que deveriam receber preferência. As taxas reais de retorno sobre os imóveis e ações eram positivas e altas.

Os bancos japoneses possuíam grandes quantidades de imóveis e ações; quando os preços desses ativos aumentavam, seu capital também ampliava. Dessa forma, eles conseguiam expandir seus empréstimos, e alguns eram feitos para mutuários que usavam o dinheiro para comprar imóveis. No início da década de 1980, os bancos estabeleceram um novo conjunto de intermediários (*jusen*) para fazer empréstimos imobiliários que os bancos japoneses tradicionalmente relutavam em fazer. Os *jusen* obteriam os fundos para empréstimos imobiliários tomando empréstimos dos bancos – de fato, sete dos grandes bancos estabeleceram esses financiadores especializados. Ao mesmo tempo, o Ministério das Finanças estabeleceu instituições de empréstimo para o setor público que também realizariam empréstimos imobiliários; em consequência, os bancos decidiram então fazê-los por conta própria.

Na primeira metade dos anos 1980, o Japão começou a liberalizar suas regulamentações financeiras, em parte devido à pressão dos norte-americanos para "abrir" os mercados em Tóquio de forma que as empresas norte-americanas tivessem acesso ao mesmo tipo de clientes, consumidores e oportunidades comerciais no Japão que as empresas japonesas tinham em Nova York. Assim, os tetos das taxas de juros sobre os depósitos e empréstimos

foram elevados, e a orientação das autoridades tornou-se muito menos severa. Além disso, as restrições aos investimentos estrangeiros em empresas japonesas foram relaxadas, e os bancos do país foram autorizados a aumentar suas filiais e subsidiárias estrangeiras.

Com a liberalização financeira, os bancos puderam aumentar seus empréstimos para aqueles que quisessem comprar imóveis e construir novos edifícios de escritórios, apartamentos e centros comerciais. Os preços dos imóveis aumentaram, e as empresas envolvidas no ramo imobiliário passaram a representar uma porção significativa do valor de mercado de todas as instituições listadas na Bolsa de Valores de Tóquio. Essas companhias proprietárias de imóveis eram semelhantes a fundos mútuos, ou seja, quando os preços das propriedades que possuíam subiam, os investidores corriam para comprar mais ações – e então as ações das companhias imobiliárias aumentavam. A valorização dos imóveis levou a um *boom* na construção quando novos arranha-céus foram erguidos. Os bancos japoneses possuíam grandes quantidades de imóveis e ações, e a contribuição do aumento no valor destes para o capital dos bancos era muito maior do que seus lucros operacionais. Conforme seu capital ampliava, os bancos eram capazes de expandir seus empréstimos.

O Japão desenvolveu o equivalente financeiro de um moto-contínuo: o aumento nos preços dos imóveis levou a elevações nos preços das ações, e isso também gerou aumentos no capital dos bancos, que ficavam em posição de ampliar seus empréstimos, e devido à liberalização financeira, estavam muito mais bem posicionados para aumentar seus créditos a grupos cuja capacidade de tomar empréstimos havia sido restrita em períodos anteriores. Uma vez que a maioria dos empréstimos bancários era garantida por imóveis, as perdas dos bancos com empréstimos seriam trivialmente pequenas enquanto os preços dos imóveis subissem. Os lucros das empresas que investiam em imóveis estavam aumentando, e muitas delas faziam mais empréstimos, pois buscavam ter lucros maiores.

Já os empréstimos imobiliários eram garantidos por propriedades. Tradicionalmente, os bancos emprestariam até 70% do valor dessas propriedades. Alguns dos empréstimos feitos pelos *jusen* iam para a Yakuza – grupos criminosos organizados que usavam suas conexões para garantir avaliações excepcionalmente altas dos imóveis. Como os preços das propriedades estavam aumentando 30% ao ano, um "erro" modesto cometido por um avaliador ao atribuir um valor muito alto para o imóvel logo seria corrigido.

Os preços dos imóveis elevaram-se muito mais rapidamente do que os aluguéis, e consequentemente a taxa de retorno dos aluguéis declinava significativamente abaixo da taxa de juros sobre os fundos emprestados. Os investidores que compraram propriedades nos últimos anos da década de 1980 tinham um fluxo de caixa negativo – a receita dos aluguéis das suas propriedades depois do pagamento dos custos operacionais estava abaixo das taxas de juros devidas aos financiadores –, mas já que os preços das propriedades subiam muito rapidamente, eles podiam levantar dinheiro para pagar os juros aumentando as quantias emprestadas garantidas por propriedades compradas nos anos anteriores.

As rápidas valorizações dos imóveis levaram a uma disparada no patrimônio familiar – as famílias japonesas possuíam moeda, depósitos bancários, imóveis e ações. Enquanto muitas ações das empresas japonesas fossem propriedade de outras empresas no mesmo *Keiretsu* (sucessores do *Zaibatsu*),[1] um terço das ações era propriedade de indivíduos. Na prática,

cada empresa era uma combinação de uma companhia operacional e de um fundo mútuo.

Quando o valor de mercado das ações japonesas aumentou, os investidores residentes nos Estados Unidos e Europa Ocidental compraram-nas mais, assim como intencionavam também os fundos de índice global de ações: as taxas de retorno para os investidores não japoneses sobre suas compras de ações em empresas japonesas eram altas, uma vez que eles se beneficiavam da combinação do aumento no preço das ações e no valor cambial do *yen* japonês.

A bolha no Japão atingiu seu auge no final de 1989: os preços reais dos imóveis pareciam tão altos que a muito citada piada do astro do beisebol Yogi Berrade parecia aplicável: "é tão caro que ninguém pode morar lá". Os bancos desenvolveram hipotecas de cem anos, ou três gerações. Porém, o futuro presidente do Banco do Japão estava preocupado com o os elevados preços das casas e a consequente erosão da harmonia social. Uma nova regulamentação do BC japonês instruiu os bancos a limitar a taxa de crescimento de seus empréstimos imobiliários para que ela não fosse maior do que a do total de seus empréstimos.

Como a taxa de crescimento dos empréstimos bancários diminuiu, alguns compradores recentes de imóveis passaram a ter uma restrição monetária. A receita de seus aluguéis era menor do que as taxas de juros de suas hipotecas, mas eles não podiam obter mais o dinheiro necessário para pagar os juros sobre seus débitos pendentes com novos empréstimos bancários. Alguns desses investidores se tornaram vendedores em dificuldades, pois a combinação da forte redução da taxa de crescimento do crédito imobiliário e essas vendas fizeram os preços dos imóveis caírem. Dizer "o preço dos terrenos sempre vai subir" já era um clichê morto.

Os preços começaram a declinar no início dos anos 1990, e as ações baixaram em 30% em 1990 e mais 30% em 1991. A tendência era de queda, embora tenha havido quatro manifestações significativas, e, no início de 2010, os preços das ações no Japão eram os mesmos de trinta anos antes.

O "moto-contínuo" havia começado a funcionar em marcha a ré, pois as vendas das propriedades levaram a quedas nos preços das propriedades e ações, e isso indicava que o capital do banco estava declinando. Os bancos tinham agora muito mais restrições para realizar empréstimos, e como o valor das ações japonesas caia enquanto o das norte-americanas aumentava, os fundos globais vendiam ações japonesas e compravam as norte-americanas.

Um dos fatos estilizados na economia monetária é que a implosão de uma bolha de preços de ativos é deflacionária – o outro lado da moeda de um *boom* econômico que ocorreu durante a fase da expansão do ciclo. Uma das razões para o declínio dos gastos com investimentos no Japão foi o custo do capital disparado e o crescimento previsto dos lucros revisado para baixo, além do excesso de gastos com investimentos durante a fase de expansão, que resultou em um significativo excesso de capacidade. Os gastos familiares expandiram muito mais lentamente: milhões de famílias aumentaram suas poupanças das rendas obtidas para compensar o declínio de seu patrimônio, que se seguiu à queda dos preços das ações e imóveis.

A recessão no Japão em 1991 indicou que o crescimento das importações desacelerou notoriamente, enquanto as exportações disparavam. Algumas empresas japonesas aumentaram muito seus esforços para vender no exterior porque o mercado doméstico de seus produtos se elevava lentamente em relação ao crescimento de suas capacidades de oferta. O resultado da desaceleração na ampliação das importações e o surto de exportações foi o aumento do excedente comercial do Japão, maior do que o crescimento no fluxo de capital do país; isso levou à valorização do *yen*, o que se tornou um obstáculo para as empresas japonesas exportadoras. Muitas aumentaram seus investimentos na China, Malásia e Tailândia para tirar proveito dos custos menores da mão de obra, e a elevação nos gastos com investimentos para empresas nas indústrias exportadoras estimularam o crescimento da receita.

9.3 O milagre econômico do leste asiático e a bolha nas ações dos mercados emergentes

Quatro inovações contribuíram para o surto nos preços das propriedades e dos imóveis no México, Tailândia e outros países de mercado emergente no início dos anos 1990: o financiamento dos empréstimos bancários em títulos Brady, que efetivamente salvou esses países da falência (rebatizados como mercados emergentes); a descoberta das "ações dos mercados emergentes como nova classe de ativos"; fundos mútuos baseados em índices, e de pensão, que começaram a adquirir essas ações. Esperavam-se que esses países se industrializassem rapidamente e os lucros corporativos disparassem. A privatização das empresas governamentais ligadas à extração de recursos minerais, comunicações, manufatura e outras indústrias levou a um surto nos fluxos de entrada de dinheiro. A valorização do *yen* japonês que se seguiu à implosão da sua bolha levou ao "esvaziamento" da economia japonesa, e as empresas precisaram buscar locais de produção de baixo custo na Tailândia, Malásia, Indonésia e seus vizinhos.

Em 1992, o Banco Mundial publicou o já citado *The East Asian Miracle* [O milagre do leste asiático], um título bastante descritivo para o desempenho econômico dos países no arco da Tailândia à Coreia do Sul. Os aumentos em seus PIBs eram, sob alguns aspectos, comparáveis aos ganhos que o Japão obteve nos anos 1950 e 1960. Na guerra do início dos anos 1950, a península da Coreia foi dividida, e em meados dos anos 1960, a Coreia do Sul começou um notável período de crescimento econômico. Singapura era um pântano fortificado nos anos 1950, mas, nos 1990, havia atingido um padrão de vida de primeiro mundo. Deng Xiaoping substituiu Mao Tse-Tung na liderança política da China em 1978, e isso levou a uma mudança dramática de um país antes isolado que se tornou aberto e ansioso pelo comércio e investimentos internacionais. A taxa anual de crescimento correspondeu a uma média de 10% por mais de vinte anos, e o aumento foi mais acentuado nas províncias da costa e nas cidades maiores como Pequim, Xangai e Shenzen. Hong Kong, antes um posto avançado para a espionagem da China nos anos 1950, 1960 e 1970, tornou-se um entreposto para a preparação de produtos chineses voltados aos mercados mundiais.

Assim, a expansão das bolhas nos preços dos ativos nas capitais asiáticas foi resultado da implosão delas em Tóquio e o surto no fluxo de dinheiro do Japão no início dos anos 1990. A maior parte do dinheiro pertencia aos japoneses, e a outra parte, a estrangeiros que venderam ações japonesas quando seus preços caíram. O fluxo do dinheiro de Tóquio para a Tailândia e Indonésia e outros países asiáticos elevou o valor de suas moedas quando essas eram flutuantes, aumentando também as reservas internacionais e a oferta de dinheiro quando as moedas estavam atreladas ou fixas. As taxas de crescimento da renda doméstica nesses países aumentaram em resposta à elevação dos gastos com investimentos e com o consumo em decorrência da valorização dos imóveis e das ações. Os residentes nesses países que venderam seus títulos e ativos para os japoneses usaram a maior parte das receitas para comprar outros títulos e imóveis domésticos.

Naquela época, o México preparava-se para se unir ao Tratado Norte-Americano de Livre Comércio com os Estados Unidos e o Canadá (NAFTA). O governo Salinas adotou três conjuntos de medidas: a privatização de centenas de empresas governamentais; a opção por uma política monetária extremamente contracionista, conduzida pelo BC mexicano, o que devia reduzir a taxa de inflação, acima de 100% (por causa disso, as taxas de juros reais sobre títulos mexicanos eram extraordinariamente altas); e finalmente, o relaxamento ou remoção de muitas restrições sobre práticas de negócios competitivas. Esperava-se que o México se tornasse uma fonte de fornecimento de baixo custo para os mercados dos Estados Unidos e Canadá, e houve um grande surto nos fluxos monetários para o país, em resposta às altas taxas de juros e também à oportunidade de comprar algumas das empresas recém-privatizadas.

Muitos dos países anteriormente conhecidos como “em desenvolvimento” foram renomeados para mercados emergentes no início dos anos 1990, depois que os empréstimos bancários vencidos dos anos 1980 foram refinanciados com títulos de longo prazo sob o Plano Brady.[2] Algum brilhante banqueiro de investimentos teve a lucrativa ideia de classificar os títulos dos mercados emergentes como uma nova “classe de ativos”. Todos os fundos de pensão e mútuos que estavam seguindo uma abordagem de índice de portfólio global acreditavam que deviam adquirir ações disponíveis nesses países. Para promover as vendas, afirmava-se que as taxas seriam maiores do que as de retorno de títulos disponíveis nos países industrializados (com taxas de crescimento econômico maiores) e, além disso, o padrão das mudanças nos preços não estava correlacionado com as alterações dos patrimônios das empresas sediadas nos países industrializados – assim, sua inclusão reduziria o risco dos portfólios globais.

Na primeira metade dos anos 1990, os preços das ações na Tailândia, Malásia e Indonésia aumentaram entre 300 e 500%, e a atividade manufatureira disparou. Os preços das ações dobraram na maioria dos países do leste asiático em 1993 e continuaram a aumentar em 1994. Os valores dos imóveis dispararam, as economias explodiram, e os déficits comerciais aumentaram. Como as bolhas dos preços dos ativos nesses países foram pervasivas, apesar das grandes diferenças em suas estruturas econômicas, rendas *per capita* e arranjos cambiais, além da existência de credores internacionais, como Singapura, Taiwan e Hong Kong ou devedores internacionais, como a Tailândia e a Malásia, presume-se que as bolhas tiveram

uma origem comum, e que essa foi externa.

Empresas norte-americanas, japonesas e europeias que desejavam fornecedores mais baratos para mercados domésticos já estabelecidos estavam terceirizando funções para a China, Tailândia e demais países do leste asiático. O rápido crescimento econômico foi o resultado e a causa do fluxo de entrada de dinheiro estrangeiro, especialmente do Japão, cujos investimentos assumiram, inicialmente, a forma da construção de fábricas para tirar proveito dos custos menores da mão de obra. Componentes de alto valor seriam produzidos no país e enviados para as fábricas afiliadas para montagem, e então grande parte da produção seria exportada: uma parte para os Estados Unidos, outra, para o Japão e outra para outros países. O investimento estrangeiro direto das empresas japonesas atraiu empresas fornecedoras e bancos do Japão. O termo da moda era crescimento orientado para exportações, quase sempre baseado em um baixo valor da moeda do país; muitas dessas exportações foram produzidas por grandes empresas sediadas nos Estados Unidos, Japão e Taiwan. As empresas sediadas na Coreia do Sul começaram a investir na China e Indonésia porque os salários nesses países eram muito baixos.

A disparada nos fluxos monetários para o México no início dos anos 1990 levou à valorização real do peso mexicano, e o déficit comercial do país aumentou para 6% de seu PIB, a dívida externa aumentou muito mais rapidamente do que o PIB, e diversos incidentes políticos associados com a eleição presidencial de 1994 levaram a uma forte queda nos fluxos de dinheiro para o país. O Banco do México manteve o valor do peso no mercado monetário ao gastar suas próprias reservas, mas essa capacidade de manutenção acabou exaurida, e a moeda depreciou-se fortemente.

Por algum tempo, os fluxos de dinheiro para outros países da América Latina diminuíram. Então, no primeiro semestre de 1996, as companhias de crédito ao consumidor na Tailândia – muitas das quais haviam sido estabelecidas pelos grandes bancos tailandeses para contornar as regulamentações que limitavam sua capacidade de fazer empréstimos ao consumidor – começaram a sofrer grandes perdas em seus empréstimos. Os financiadores estrangeiros da Tailândia preocuparam-se cada vez mais com o valor de seus empréstimos, e o fluxo de dinheiro diminuiu. O Banco da Tailândia rapidamente perdeu o controle do *baht*, e, no início de julho de 1997, a moeda desvalorizou-se fortemente, disparando o efeito contágio, e em menos de seis meses o valor de cada uma das moedas do arco asiático caiu 30% ou mais, com exceção do *yuan* chinês e do dólar de Hong Kong. Os preços das ações recuaram de 30 a 60% porque investidores estrangeiros queriam sacar seu dinheiro – e também porque as empresas domésticas não eram mais lucrativas. Os preços dos imóveis também tiveram uma queda brusca, e a maioria dos bancos (com exceção dos bancos de Singapura e Hong Kong) foi à falência. O fechamento de muitas instituições bancárias na Indonésia disparou conflitos raciais e uma imensa fuga da moeda local, que perdeu mais de 70% do seu valor.

No Brasil, durante o Plano Real, houve um padrão parecido, com uma forte subida da bolsa após o controle da inflação e o grande aumento dos fluxos de capital que financiaram déficits em conta-corrente decorrentes da explosão do consumo no país. Os fluxos de capital que vieram para o Brasil na esteira do Plano Brady foram usados para financiar a importação de bens de consumo, ajudando a valorizar a moeda e, por fim, criando uma crise cambial em

1999 parecida com a crise asiática de 1997 e a mexicana de 1995.

Quando essas crises ocorreram, o roteiro foi uma reprise de eventos similares no Japão na década anterior. O falatório sobre o milagre do leste asiático desapareceu, e novos termos surgiram – capitalismo de camaradas, privatização espontânea e especulação desestabilizadora.

A forte desvalorização das moedas levou a perdas significativas para as empresas que tomaram emprestados dólares norte-americanos, *yens* japoneses ou alguma outra moeda estrangeira. Os bancos que emprestaram para elas também sofreram perdas, e essas instituições foram à falência na maioria dos países asiáticos devido a seus próprios prejuízos com reavaliações e às perdas das empresas para as quais fizeram empréstimos.

A desvalorização resultou também em uma rápida inversão das balanças comerciais dos países asiáticos; grandes déficits tornaram-se grandes superávits. Em resposta às grandes oscilações no comércio e contas-correntes dos países asiáticos, houve um aumento no déficit comercial dos Estados Unidos.

9.4 Exuberância irracional e preços das ações nos Estados Unidos durante o *boom* das pontocom

Entre 1982 e 1999, os preços das ações nos Estados Unidos elevaram treze vezes de valor, a mais notável sequência de aumentos anuais nos duzentos anos da república norte-americana. Em um prazo muito longo, os preços das ações no país recuaram a cada três anos. Nas últimas duas décadas do século XX, caíram somente em um ano – e apenas 5%. O valor de mercado das ações representava 60% do PIB norte-americano em 1982 – uma razão excepcionalmente pequena – e aumentou para 300% do PIB em 1999, uma taxa extremamente alta.

O aumento no preço dos imóveis norte-americanos durante esse período foi modesto considerando o país como um todo, embora houvesse significativas diferenças regionais em áreas que experimentavam grandes aumentos na renda *per capita* ou no número de indivíduos empregados, incluindo o Vale do Silício e a área da Baía de São Francisco, Washington DC, Boston e Nova York.

A economia dos Estados Unidos disparou nos anos 1990: a taxa de inflação correspondia a 6% no começo dos anos 1990 e caiu para menos de 2% no final da década; a taxa de desemprego caiu de 8 para 4%, a de crescimento econômico aumentou de 2,5% para 3,5%, e houve um notável crescimento na produtividade do país. O balanço fiscal anual do Tesouro dos Estados Unidos variou a uma taxa maior que 5% – um déficit de quase US$ 300 bilhões no início dos anos 1990 se tornou um superávit de quase US$ 200 bilhões no final da década.

Um dos “pontos negativos” desse desempenho econômico foi o déficit comercial anual, que disparou para US$ 500 bilhões, além da taxa de poupança familiar, que caiu para um mínimo nunca visto antes.

O aspecto notável do *boom* foi o foco na “nova economia” e, especialmente, a tecnologia

da informação, o computador, as "pontocoms" e as empresas que forneciam o hardware e o software para explorar esses desenvolvimentos e atender necessidades tradicionais. Esses desenvolvimentos tecnológicos levaram a fortes quedas no custo do envio e armazenamento de informações. O eBay proporcionou um mercado nacional para o leilão de milhares de produtos diferentes; a Amazon desenvolveu a tecnologia para a venda de livros e produtos eletrônicos, e com a Peapod as pessoas faziam a maior parte de suas compras de supermercado em casa. Milhões de contas foram abertas na corretora Charles Schwab e em suas concorrentes, e surgiram empresas que permitiam aos investidores negociar ações pelo computador, com custos de transação extremamente baixos. Apareceram também os "day traders": indivíduos que pediram demissão dos empregos regulares para negociar ações a partir de suas casas ou em mesas de escritórios especialmente projetados para isso. A Priceline permitiu às linhas aéreas e hotéis vender assentos e quartos com grandes descontos.

Os empreendedores obtiveram dinheiro para desenvolver essas ideias com capitalistas de risco (*Venture Capitalists* – VCs), que forneciam dinheiro para eles. Os VCs desenvolveram um portfólio de investimentos em diferentes empresas na esperança de que entre três a cinco anos as empresas fariam suas primeiras ofertas públicas – e então eles poderiam vender as suas ações e obter os lucros. As taxas de retorno dos VCs dependiam da superação dos desafios tecnológicos das empresas nas quais investiram, além dos preços de venda das suas ações e a duração do período de espera.

Quando os preços das ações e as altas taxas de retorno obtidas pelos VCs atraíram muito dinheiro, seu capital disponível aumentou cinco vezes. Nenhum investidor queria ficar para trás pois o dinheiro estava lá, então muitas ideias foram financiadas. O dinheiro estava caçando ideias e conceitos, e em três ou quatro anos, as novas empresas fariam uma IPO (oferta pública inicial de ações).

A IPO viria depois do tradicional *roadshow*, ocasião em que os bancos de investimento exibem a companhia para gestores de ativos por todo o país para induzi-los a comprar suas ações.

No final dessa exposição, os banqueiros de investimentos estimariam quantas ações poderiam vender na IPO, estabelecendo tanto o preço como a quantidade. Em 99,46% dos casos, o preço das ações no final do primeiro dia de negociações seria significativamente maior do que o preço na IPO, e aqueles afortunados o suficiente para comprar ao preço inicial da oferta teriam um significativo ganho de capital.

Um dos impactos dessa explosão de preços na abertura do capital foi o grande número de investidores que passaram a querer comprar ações aos preços da IPO. O segundo impacto foi a demonstração da força da demanda, indicando que mais pessoas queriam participar da ação – os empreendedores foram atraídos pela imensa riqueza que poderiam ganhar com uma inovação bem-sucedida, os VCs foram atraídos pelos grandes lucros que poderiam ter ao identificar os empreendedores que teriam sucesso, e os banqueiros de investimentos queriam obter as taxas advindas do grande número de empresas que trariam ao público. Os investidores almejavam os grandes ganhos de capital associados com a diferença entre o preço na IPO e o das mesmas ações no final do primeiro dia, da primeira semana e do primeiro mês de negociação.

A explosão do preço no primeiro dia de negociação da ação era como dinamite, nitroglicerina ou até mesmo uma explosão nuclear. Os banqueiros de investimentos pareciam estabelecer o preço para as IPOs de modo a maximizar a explosão do preço no primeiro dia de negociação – e não o dinheiro recebido pelos acionistas que estavam vendendo. A partir desse ponto de vista, um preço menor para a IPO seria preferível a um maior, pois a demanda pelas ações aumentaria – pelo menos por algum tempo – conforme a diferença de preço ampliasse. Os empreendedores vendiam somente uma pequena parte do total das suas ações na IPO pois calculavam que, quanto maior a explosão, maior sua fortuna. Eles estavam mais interessados no valor aparente das ações que possuíam no final do primeiro dia de negociação do que no que poderiam obter na IPO.

Em alguns dias depois da IPO, o número de ações negociadas era três ou quatro vezes o de ações vendidas. Como os compradores eram instruídos a segurar suas ações, a flutuação foi muito menor que o número de ações vendidas, e então essas ações na flutuação foram negociadas cinco ou seis vezes ao longo do dia.

Os Estados Unidos pareciam ter seu próprio moto-contínuo, projetado para enriquecer centenas de milhares de famílias: quanto maior a explosão do preço no primeiro dia de negociação, maior o número de investidores atraídos para as IPOs; quanto maior a demanda por eles, maior a quantidade de capitalistas de risco dispostos a apoiar os empreendedores, e quanto mais capital esses estivessem dispostos a apostar, mais deles buscariam suas fortunas ao se desligarem das empresas estabelecidas.

Em dezembro de 1996, Greenspan, presidente do Banco Central norte-americano, usou pela primeira vez o termo “exuberância irracional”. O índice Dow Jones estava em 6.400 pontos, e o NASDAQ, em 1.300. Greenspan era cauteloso e cuidadoso com os dados, e parece pouco provável que tivesse comentado sobre os preços das ações a menos que acreditasse que elas estivessem supervalorizadas em, no mínimo, 15 ou 20%. No final de dezembro de 1999, o índice Dow Jones estava em 11.700 pontos, e o NASDAQ, em 5.400; o valor de mercado das ações na NASDAQ correspondia a 80%, na Bolsa de Valores de Nova York.

No final dos anos 1990, os preços das ações que representavam a nova economia – pontocoms, comércio eletrônico, fibras óticas, servidores, chips, softwares, TI, telecoms –, negociadas na NASDAQ, haviam aumentado muito mais rapidamente do que os preços das ações da velha economia – pertencentes a empresas como a GE e a GM, a AT&T e a Time-Life, negociadas na Bolsa de Valores de Nova York. Mas houve mais do que um efeito de contágio, pois o entusiasmo quanto ao futuro caracterizado pelas ações da nova economia era infeccioso e também levou a aumentos nos preços das ações da velha economia.

Era como se os desenvolvimentos na tecnologia da informação guiassem as finanças; os computadores tornavam-se muito mais poderosos e baratos. Os custos da transmissão e armazenamento de informações e dados estavam caindo rapidamente. A Lei de Moore entrou em ação, e o custo de uma unidade de processamento computacional caía 30% ao ano. A rede mundial desenvolvia-se rapidamente, e os mercados em centros separados começavam a se vincular. Os computadores substituíam os humanos no comércio de ações, e passagens aéreas passaram a ser vendidas pela Internet. Fibras óticas ligavam as costas leste e oeste dos Estados Unidos, e os preços das chamadas telefônicas de longa distância caíam ao nível das

chamadas locais. Os servidores eram grandes, assim como a capacidade de armazenamento. Milhares – dezenas de milhares – de novas empresas foram estabelecidas para mover e/ou armazenar informações e dados; os lucros obtidos pelos capitalistas de risco que as financiaram eram tão altos que mais dinheiro veio de fundos de pensão, doações universitárias, ações caritativas e famílias ricas. A demanda por novas ações aos preços da IPO era muito maior do que a oferta, o que levou os bancos de investimento a realizar o processo de *spinning* – ou seja, alocar um bom número de ações para os chefes das principais empresas que lhes trouxessem negócios de investimento. Os bancos de investimento ficaram ricos, pois tinham muitos produtos para vender e contavam com um público convencido de que possuir ações traria grandes lucros.

Não é fácil apontar o momento em que a exuberância racional se transformou em irracional. A ideia de que pudesse existir uma bolha nos preços das ações nos Estados Unidos ocorreu a diferentes investidores em diversas datas. Porém, o primeiro período apontado para o início da bolha nas ações é o segundo trimestre de 1995, cerca de dezoito a vinte meses antes do comentário de Greenspan sobre “exuberância irracional”. Os preços das ações aumentaram a uma taxa anual de 34% em 1995 e 25% em 1996 (até novembro).

A disparada nos preços das ações em 1995 e 1996 pode ser atribuída a dois diferentes aspectos da crise financeira de 1994: um direto e um indireto. O efeito direto foi a forte desvalorização do peso mexicano, que resultou em uma súbita mudança na balança comercial do país, ou seja, um déficit de US$ 20 milhões em 1994 tornou-se um superávit de US$ 7 bilhões no ano seguinte. O reflexo disso foi o aumento de US$ 25 bilhões no déficit comercial dos Estados Unidos, já que o país era o maior parceiro comercial do México. A resposta à mudança na balança comercial mexicana foi um fluxo de dinheiro para os Estados Unidos (uma modesta introdução aos eventos que ocorreriam em 1997 depois da Crise Financeira Asiática e a enorme mudança nas balanças comerciais dos países asiáticos). Na prática, o fluxo de dinheiro do México para os Estados Unidos levou a um aumento nos preços dos títulos norte-americanos. O segundo aspecto foi o abrandamento da política monetária do BC norte-americano, que também reverteu sua política restritiva de 1994.

O período alternativo de início da bolha compreende os últimos dias de junho e o final de setembro de 1998, depois da Crise Financeira Asiática, do desastre financeiro em Moscou e do colapso da Long-Term Capital Management. A forte desvalorização das moedas asiáticas levou a um aumento de mais de US$ 150 bilhões no déficit comercial norte-americano. Além disso, o BC do país abrandou novamente a política monetária, parcialmente devido à preocupação com a fragilidade dos arranjos monetários depois da crise da Long-Term Capital Management, até então o mais profissional e sofisticado dos muitos fundos de *hedge* norte-americanos.

Nos doze meses seguintes ao final de junho de 1998, o valor de mercado das ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York aumentou em 40%, indo de US$ 9 trilhões para US$ 12,6 trilhões. O das ações da NASDAQ subiu em 90%.

O surto no fluxo de dinheiro para os Estados Unidos teve o mesmo impacto que o aumento nele exerceu sobre outras moedas. O dólar norte-americano valorizou-se, e o déficit comercial dos Estados Unidos ampliou. O dinheiro estrangeiro foi para os mercados de ativos, e seus

preços – especialmente os das ações –, continuaram a aumentar, causando também um crescimento nos investimentos domésticos e uma queda dramática na taxa de poupança (pode-se dizer também que houve um aumento no consumo doméstico).

Aqueles que transferiram fundos para os Estados Unidos compraram títulos em dólares norte-americanos, e isso levou à elevação em seus preços. A riqueza financeira do país disparou, e os norte-americanos que venderam parte dos títulos que possuíam para investidores estrangeiros tiveram então que decidir o que fazer com o dinheiro recebido com a venda. Eles usaram a maior parte do dinheiro para comprar mais títulos de outros norte-americanos, porém também aumentaram suas compras de bens e serviços quando seus objetivos de riqueza foram atingidos. A queda na taxa de poupança nos Estados Unidos e a ampliação no déficit comercial eram resultados inevitáveis do aumento do fluxo de dinheiro para o país.

Os dados sugerem que entre 95 e 97% da expansão do patrimônio familiar decorrente do fluxo das economias de outros países para os Estados Unidos foram usados para comprar outros títulos norte-americanos, enquanto somente 3 a 5% para aquisição de bens de consumo. Ainda assim, a taxa de poupança doméstica declinou, pois os vendedores dos títulos gastaram parte do dinheiro para a compra de bens.

O gasto com bens de consumo é como um "vazamento". Quanto menor o valor, maior a quantia usada na compra de títulos e ativos reais, e, portanto, maior o aumento em seus preços.

Durante 1999, o BC norte-americano, os bancos em geral e grande parte do país ficaram obcecados com o problema do *bug* do ano 2000 – uma neurose devido à crença de que a economia entraria em colapso porque alguns computadores não mudariam a data na virada para o ano 2000. O comportamento preventivo do BC norte-americano levou a uma expansão da liquidez dos bancos, e então novamente eles aumentaram seus empréstimos em resposta ao crescimento na liquidez.

A valorização das ações atraiu investidores europeus, e o euro desvalorizou-se. Devido ao declínio nos preços das importações norte-americanas e o surto no déficit comercial, as pressões inflacionárias caíram nos Estados Unidos. Consequentemente, o BC norte-americano não sentiu necessidade de adotar políticas monetárias mais contrativas e, com o advento do novo milênio, começou a reduzir a liquidez – assim, os preços das ações começaram a cair. O declínio agregado no mercado de ações entre 2000 e 2003 foi de 40%, e a queda no valor de mercado das ações negociadas na NASDAQ foi de 80%, indicando que os custos do capital para as empresas aumentaram, e o recuo no patrimônio familiar levou a aumentos mais lentos nos gastos das famílias. Novamente a implosão de uma bolha no preço das ações foi seguida por uma recessão, prevista desde o começo de 2002. Uma vez que a bolha nos preços dos ativos não se havia baseado em aumentos no crédito, a subsequente queda nos preços das ações não teve impacto significativo sobre os bancos.

9.5 A bolha global nos imóveis

É notável, nos primeiros anos do terceiro milênio, os significativos aumentos nos preços dos imóveis nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha, Islândia, África do Sul, Austrália e Nova Zelândia, iniciados por volta de 2002. Nos Estados Unidos, ocorreu em dezesseis estados que respondiam por quase metade do PIB do país. A maioria deles, localizados no sul do país, ao longo das costas do Atlântico e do Pacífico, faziam parte daqueles que cresciam mais rapidamente – embora nem todos os estados com altas taxas de crescimento experimentassem significativas valorizações dos imóveis.

Todos esses países tinham um déficit na conta-corrente, e cada um experimentou um aumento nos fluxos de entrada de dinheiro; na maioria dos casos, suas moedas valorizaram-se (a Espanha e a Irlanda eram membros da União Monetária Europeia e, portanto, não possuíam moedas próprias). Uma exceção foi o dólar norte-americano; com sua desvalorização, o aumento nos fluxos de dinheiro para os Estados Unidos amorteceu a valorização do euro que estava ocorrendo depois da implosão da bolha dos preços das ações no final dos anos 1990.

A razão entre o aumento da riqueza das famílias e o PIB foi muito maior na Islândia do que em qualquer um dos outros países que experimentaram fortes elevações nos preços dos ativos – assim como a proporção entre o aumento no fluxo de capitais no país e seu PIB foi muito maior do que em qualquer outro. A característica única da bolha na Islândia foi a valorização das ações – três ou quatro vezes maior do que o aumento nos preços dos imóveis. O fluxo de capitais para a Islândia durante muitos anos foi de mais de 20% do PIB do país, e por isso a coroa islandesa se valorizou em mais de 30%. Segundo o conceito de identidade contábil do balanço de pagamentos, as mudanças no valor da balança contábil do capital de um país e da sua conta-corrente são necessariamente iguais enquanto as moedas estiverem flutuando. Assim, a ampliação autônoma na demanda estrangeira por títulos islandeses levou a aumentos no valor da coroa islandesa e também nos preços dos ativos no país.

Depois da implosão da bolha imobiliária nos Estados Unidos, o preço dos imóveis residenciais e comerciais começou a cair; os bancos e outras instituições financeiras entraram em colapso, e a imprensa se voltou para a causa ou as causas da bolha. A lista é longa, variada e considera alavancagens excessivamente altas: a revogação do Glass-Steagall Act; a corrupção das agências de classificação de crédito; ganhos baseados em aumentos nas receitas, e não em elevações nos lucros depois ajustados pelas perdas com empréstimos; “derivativos”; a opacidade do mercado de balcão dos derivativos; o fluxo de dinheiro vindo da China; a propensão do presidente Greenspan a manter as taxas de juros muito baixas etc.

Essa lista é peculiarmente centralizada nos Estados Unidos, e ignora as bolhas nos mercados imobiliários na Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha, Islândia e outros países, além de não considerar as três ondas anteriores de bolhas.

9.6 O movimento do dinheiro e as bolhas de ativos

Assim como a água corre ladeira abaixo, o dinheiro flui através das fronteiras internacionais na direção das maiores taxas de retorno previstas: os aumentos nos preços das ações em um

país e no valor da sua moeda atraem dinheiro do exterior. O surto nos fluxos de dinheiro para os Estados Unidos depois da Crise Financeira Asiática ilustra como a mudança do padrão dos fluxos internacionais do dinheiro é o vínculo entre a onda de uma bolha de preços de ativos e a próxima.

Um fator que explica as quatro ondas de bolhas em um período de trinta anos é o surto no *pool* de dinheiro global como resultado dos grandes desequilíbrios nos balanços de pagamentos que se desenvolveram no final dos anos 1960, continuando durante os anos 1970 e as décadas seguintes. O arranjo de câmbios flutuantes após 1971 também indicou que os preços dos ativos em um país se elevariam em resposta a um aumento nos fluxos de entrada de capitais. Além disso, os esforços dos bancos sediados em diferentes países para ampliar seus empréstimos em mercados estrangeiros contribuíram para o aumento nas ofertas de crédito disponíveis para os tomadores de empréstimos em diversos países. Uma onda de bolhas começa quando os financiadores se tornam mais dispostos a estender o crédito para um grupo de devedores – talvez porque suas rendas ou rendas antecipadas tenham expandido, ou porque o ambiente regulatório se tenha tornado menos restritivo e os financiadores não sejam mais proibidos de estender o crédito. Como alternativa, a mudança nas regulamentações permitem aos devedores reduzir seus custos de crédito ao aproveitarem o acesso aos mercados estrangeiros.

A segunda característica desse período, iniciado no começo dos anos 1970, é o significativo aumento das diferenças nas taxas de juros e de retorno previstas em títulos similares com denominação de moedas diferentes, visto que os países não estavam mais comprometidos com paridades das suas moedas. As divergências nas taxas nacionais de inflação eram maiores – embora o abandono do sistema Bretton Woods de paridades ajustáveis tenha ocorrido devido a diferenças entre os Estados Unidos, Alemanha e diversos países europeus com relação à taxa máxima de inflação aceitável. Os fluxos internacionais de dinheiro ocorrem quando as diferenças nas taxas previstas de retorno de títulos similares disponíveis em países distintos não correspondem às taxas previstas de câmbio entre essas moedas. No longo prazo, esses fluxos internacionais reduzem as diferenças nos retornos previstos em diversos países. Entretanto, é possível um *feedback* quase imediato do movimento de dinheiro através de uma fronteira para o aumento no desempenho econômico do seu país de destino, e esse movimento pode iniciar uma bolha – e então a extensão do crédito pode alimentar a si própria, pelo menos no curto prazo, porque taxas maiores de crescimento levam a taxas maiores de retorno.

O início de uma bolha pode ser ilustrado pelo caso da Islândia em 2002. As taxas de retorno sobre títulos com denominação em coroas islandesas eram altas e atraentes para investidores estrangeiros, em um momento no qual as taxas de juros eram relativamente baixas na maioria dos países industrializados. O aumento no fluxo de dinheiro para a Islândia levou à valorização da coroa islandesa e a uma elevação nos preços dos títulos com denominação nessa moeda; o *feedback* do fluxo de dinheiro para o valor da moeda foi quase imediato, porque seu mercado estava fraco. Em consequência, o fluxo de dinheiro que levou à valorização da moeda e a um aumento no preço dos títulos islandeses foi pequeno em relação ao *pool* global de dinheiro e ao capital dos investidores que adquiriram títulos islandeses.

As moedas da maioria dos países que experimentaram uma bolha nos preços dos ativos se valorizaram em resposta a um aumento no fluxo de entrada de dinheiro. As principais exceções foram o euro, o franco suíço e outras moedas que se valorizaram em 2002 e nos sete anos seguintes, mesmo quando os fluxos de dinheiro para os Estados Unidos aumentaram (a disparada nos preços das ações em Tóquio na segunda metade dos anos 1980 atraiu dinheiro estrangeiro, mas as compras japonesas de títulos estrangeiros foram maiores do que o fluxo de dinheiro, e o *yen* valorizou-se quando o excedente comercial japonês aumentou). O aumento nos preços dos ativos em cada país onde aconteceu a valorização da moeda foi parte integral do processo de ajuste aos fluxos de entrada de dinheiro, levado a cabo para garantir que a mudança no déficit comercial do país corresponderia à ampliação nos fluxos de entrada de dinheiro.

Os aumentos das dívidas externas dos países envolvidos na primeira, terceira e quarta ondas foram muito mais rápidos do que o de seus PIBs. De modo similar, as taxas de aumento nos fluxos de entrada de dinheiro foram muito mais altas do que as taxas de juros sobre as dívidas. Por isso, era inevitável que essas moedas se desvalorizassem depois da redução dos fluxos de entrada de dinheiro, assim como a desaceleração do crescimento do crédito para a compra de imóveis no Japão criaria problemas de fluxo de caixa para alguns dos recentes compradores de imóveis, pois o pagamento dos juros seria maior do que os aluguéis recebidos. O aumento na dívida interna doméstica daqueles que compraram imóveis no Japão nos anos 1980 foi muito mais rápido do que a elevação de suas rendas, e era inevitável que os financiadores ficassem mais cuidadosos na concessão do crédito.

Os crescimentos nas ofertas de crédito muitas vezes foram tão rápidos que os tomadores de empréstimos menos dignos de confiança se tornaram atraentes para os financiadores. Muitas vezes, participantes novos ou recentes do mercado de crédito podem reduzir os preços para aumentar a participação no mercado, ao que os financiadores maiores e mais bem estabelecidos podem reagir reduzindo os preços – ou seja, a taxa de juros sobre os fundos.

A primeira onda de bolhas de crédito envolveu fortes aumentos nos empréstimos dos bancos internacionais para governos e empresas governamentais no México e em outros países em desenvolvimento, no momento em que a taxa de inflação mundial se acelerava. A inflação da demanda levou a rápidos aumentos nos preços das *commodities* e nas taxas de crescimento previstas dos principais países produtores. Além disso, o *pool* de poupança global disparou como resultado de grandes desequilíbrios nos balanços de pagamentos, além do rápido crescimento dos depósitos em dólar no exterior e dos grandes superávits comerciais da Arábia Saudita, do Kuwait e de outros países exportadores de petróleo.

O vínculo entre a implosão da primeira onda de bolhas de crédito e a japonesa foi a extensa intervenção do Banco do Japão para limitar a valorização do *yen* na segunda metade dos anos 1980. O superávit comercial japonês havia disparado nos anos 1970 e na primeira metade dos anos 1980, e a valorização do *yen* na segunda metade da década de 1980 teria levado a uma queda nas taxas de lucro e emprego no setor de bens comercializáveis; o Banco do Japão então comprou dólares para amortecer essa valorização. Além disso, as restrições que haviam limitado o crédito bancário para imóveis, aplicadas por mais de trinta anos, foram relaxadas, e o rápido aumento nesses empréstimos levou à disparada dos preços dos imóveis,

além de um *boom* e uma euforia.

A valorização do *yen* que se seguiu à implosão da bolha no Japão levou a um aumento nos retornos previstos dos investimentos na Tailândia e em outros países com mercados emergentes que poderiam suplementar e substituir fábricas no Japão como fontes de suprimentos. Essa valorização ocorreu porque a dramática desaceleração da economia japonesa levou a uma queda nas importações e a uma disparada nas exportações; a capacidade produtiva foi desviada do mercado doméstico para os estrangeiros. As empresas japonesas começaram a investir extensivamente na China, Tailândia e em seus vizinhos em resposta ao "esvaziamento" da economia do país. Ao mesmo tempo, quatro mudanças regulatórias contribuíram para o aumento na demanda por títulos disponíveis nesses países. A descoberta de "mercados emergentes como nova classe de ativos" se seguiu à notável valorização das ações no Japão durante os anos 1980. Além disso, a iniciativa Brady de 1988 financiou os empréstimos bancários não pagos para os países em desenvolvimento em títulos de longo prazo, e esses países se tornaram "financiáveis". A privatização de empresas governamentais, tanto nos países industrializados quanto nos mercados emergentes, levou a um fluxo de dinheiro para Brasil, México, Argentina e outros países, destinado à compra dessas empresas e de suas ações. Um fator foi específico ao México e envolveu iniciativas políticas para a estabilização de sua economia e o controle da inflação, além da preparação para a entrada do país no Acordo Norte-Americano de Livre Comércio: uma política monetária extremamente restritiva para reduzir a taxa mensal de inflação levou a altas taxas de juros em títulos de curto prazo com denominação em pesos mexicanos que atraiu muito dinheiro dos Estados Unidos.

Bancos sediados na Tailândia, Malásia, Coreia do Sul e Indonésia aumentaram seus empréstimos no mercado internacional quando viram sua confiabilidade crescer. As taxas de juros no mercado internacional eram menores do que no doméstico, embora tomar empréstimos internacionais indicasse que os bancos estavam direta ou indiretamente incorrendo em um risco cambial ao repassar empréstimos domésticos na moeda estrangeira.

Então, as bolhas na Tailândia e na Malásia explodiram; suas moedas desvalorizaram-se fortemente na segunda metade de 1997. Houve uma disparada nos fluxos de dinheiro para os Estados Unidos quando esses países pagaram empréstimos já realizados, e o BC norte-americano reduziu as taxas de juros por três vezes em vários meses para amortecer o fluxo de dinheiro dos países asiáticos – o que contribuiu para a aceleração da bolha nas ações norte-americanas.

A implosão da bolha nas ações dos Estados Unidos levou a uma redução no fluxo de dinheiro para o país, e muitas moedas estrangeiras – o euro, o franco suíço, o *yen* japonês – valorizaram-se, o que levou à redução do déficit comercial norte-americano e contribuiu para o aumento da taxa de lucros da indústria. Ao mesmo tempo, um evento autônomo – o aumento no superávit comercial chinês – desencadeou aumentos nos déficits comerciais norte-americano e de outros países industriais; os fluxos de dinheiro da China foram para os países com mercados de títulos mais atraentes.

A implosão de uma bolha leva a uma mudança nos fluxos internacionais de dinheiro: é um padrão. A implosão da bolha de crédito no México e em outros países em desenvolvimento no início dos anos 1980 geraria a uma valorização das moedas nos países industrializados. O

desejo dos japoneses de amortecer o fortalecimento do *yen* levou a um aumento no suprimento de dinheiro e crédito disponível para compra de imóveis, e a elevação no fluxo de dinheiro vindo do Japão no início dos anos 1990 contribuiu para o aumento dos preços dos ativos em vários países com mercados emergentes. De modo similar, o fluxo de dinheiro destes ajudou a criar a bolha nos Estados Unidos.

Enquanto a implosão da bolha no Japão desencadeou uma valorização do *yen* e o aumento nas taxas de retorno previstas na manufatura na Tailândia e Malásia, a implosão dessas três ondas levou a uma desvalorização das moedas, decorrente da diminuição dos fluxos de dinheiro para esses países.

Uma característica do período foi a capacidade de mover um grande – e atualmente, cada vez maior – volume de dinheiro de um país para outro (mais precisamente, do dólar para alguma outra moeda) a custos relativamente baixos. Outra característica é a sucessão de choques, incluindo choques políticos – como a mudança de um regime de moeda atrelada para um arranjo de moeda flutuante, o relaxamento de regulamentações que limitavam empréstimos bancários para imóveis no Japão ou o relaxamento da tomada de empréstimos no exterior por bancos no sudeste asiático. A implosão de diversas das bolhas induziu uma alteração no padrão dos fluxos de dinheiro através das fronteiras e contribuiu para o aumento nos preços dos ativos nos países que experimentaram uma elevação nesses fluxos de entrada.

Respostas políticas:
negligência benigna, exortação e feriados bancários

SE MUITAS CRISES ECONÔMICAS TÊM UMA FORMA PADRÃO, deveria então haver uma resposta política padrão? Considere as situações mencionadas de superabundância, especulação e pânico. E depois? As autoridades governamentais deveriam intervir para lidar com uma crise – e, em caso afirmativo, quando? Deveriam buscar evitar aumentos nos preços dos imóveis e ações quando da expansão da bolha para que a subsequente quebra seja menos severa? Os governantes deveriam "furar" a bolha se for evidente que os preços dos ativos estão tão altos que será extremamente improvável que aumentos nos aluguéis e nas receitas corporativas sejam suficientemente rápidos e grandes para "ratificar" esses elevados preços? E quando os preços dos ativos começam a recuar – as autoridades deveriam adotar medidas para amortecer a queda e amenizar as consequências?

Inicialmente, todos os países estabeleceram um banco central para impedir ou minimizar faltas de liquidez, especialmente durante uma crise financeira. Muitos deles têm um arranjo de seguro de depósito para reduzir a probabilidade de corridas para os bancos e evitar o que poderia ser uma profecia autorrealizável, segundo a qual uma falta de liquidez dispararia uma crise de solvência. Mesmo quando não existe seguro formal para depósitos bancários, indivíduos de muitos países acreditam que seus governos garantirão que não haverá perdas se os bancos forem à falência – na prática, os bancos serão nacionalizados e o governo se tornará seu proprietário.

Greenspan, então presidente do BC norte-americano, a princípio, adotou o ponto de vista de que o BC deveria concentrar sua política monetária no objetivo de alcançar um nível estável de preços – ou, pelo menos, uma baixa taxa de inflação – e os objetivos de emprego. Mas quando o sistema financeiro norte-americano implodiu nos últimos meses de 2008, ele parecia mais aberto à ideia de que o BC deveria prestar mais atenção nos aumentos de preços dos imóveis.

Este capítulo abordará a administração de crises financeiras – tratando inicialmente das medidas regulatórias que podem ser adotadas para reduzir a suscetibilidade dos arranjos

financeiros às manias e, depois, à aproximação de pânicos. O próximo capítulo vai enfocar o emprestador doméstico de última instância, e o seguinte tratará deste emprestador no contexto internacional. Este capítulo considera a visão austríaca de que o melhor remédio para o pânico é "deixá-lo sozinho" – permitir que ele siga seu curso, e deixar que a economia se ajuste ao declínio na riqueza familiar, à descapitalização dos bancos e à desaceleração dos gastos familiares e empresariais advindos das quedas nos preços dos imóveis, ações e *commodities*.

O argumento do risco moral é a principal razão para que o governo não interfira: quanto mais intervencionistas na crise atual, mais intensa será a próxima mania, ou seja, a intervenção distorce a relação entre risco e recompensa nas mentes de muitos investidores – os acionistas dos bancos e talvez alguns dos credores dessas instituições, incluindo aqueles que possuem ações ou outras reivindicações de preço fixo sobre os bancos – ao reduzir a probabilidade e escopo das perdas futuras. A segunda razão para a não interferência é a maior lentidão da recuperação econômica decorrente do possível atraso nos ajustes dos desequilíbrios criados pela implosão da bolha.

O argumento do risco moral geralmente não distingue entre acionistas e portadores de obrigações. Os acionistas da Lehman Brothers, Fannie Mae e Freddie Mac perderam virtualmente todo o seu dinheiro quando essas empresas foram à falência, assim como os dos bancos islandeses. Já os acionistas da Northern Rock, do Royal Bank of Scotland e do Lloyds TSB privaram-se da maior parte do seu capital – provavelmente 90 a 95%, enquanto os da AIG e da Bear Stearns tiveram prejuízos superiores a 90%. Além disso, parte substancial do patrimônio pessoal dos funcionários da Lehman e da Bear consistia de ações dessas mesmas empresas e opções de compra de mais ações; assim, alguns desses indivíduos perderam 60, 70% ou mais do seu patrimônio pessoal.

Em certos momentos, a preocupação com o risco moral expande-se além dos acionistas e inclui os credores das firmas financeiras, alcançando também os portadores de obrigações e aqueles com reivindicações de curto prazo sobre os bancos. Ao contrário dos acionistas, esses credores não têm ganhos significativos caso as estratégias do banco se mostrem muito lucrativas. Os retornos deles são distorcidos – se os bancos falirem, sofrerão perdas significativas, e se os bancos forem bem-sucedidos, não compartilharão desses ganhos. Os credores podem ser complacentes com as perdas em potencial ao considerarem a ideia de que não permitirão os bancos irem à falência – mas essa falência é ambígua. Se os acionistas perderem 90 ou 95% do seu dinheiro antes que o governo proporcione assistência financeira, o banco terá falido? A maioria dos acionistas provavelmente não vai concordar com o argumento de que foram salvos. Esses portadores de obrigações podem receber taxas de juros um pouco mais altas porque os gerentes dos bancos acreditam que são "grandes demais para falir" e realizar investimentos um pouco mais arriscados – e assim serão capazes de pagar taxas de juros mais altas –, pelo menos por algum tempo. A doutrina do "grande demais para falir" pode ter o mesmo impacto do seguro de depósitos – a menos que as autoridades reduzam o valor das reivindicações dos credores abaixo do seu valor nominal caso os bancos sejam fechados e reorganizados com assistência governamental. Depois disso, os donos de depósitos muito maiores do que as quantias cobertas pelo seguro estarão prontos para sacar

seu dinheiro sempre que houver um leve ceticismo sobre a solvência da instituição financeira.

Cada país escolhe se deve projetar um sistema que permita a falência de grandes instituições, com perdas para os credores, ou proporcionar alguma forma de seguro eficaz para todos aqueles que possuem reivindicações sobre os bancos a fim de reduzir a probabilidade de corridas.

10.1 Reforma financeira: regulamentação e supervisão bancária

As crises financeiras podem ser impedidas por regulamentação e supervisão estritas? Alguns observadores defendem essa abordagem, outros recomendam a desregulamentação. A maioria das regras para um sistema bancário sadio já estão incorporadas nas regulamentações ou implícitas na tradição bancária, mas muitas são ignoradas pelos bancos e regulamentadores. Supõe-se que eles devam “marcar a mercado”, ou seja, avaliar seus empréstimos e investimentos todos os dias (ou a cada semana ou mês) aos preços que seriam praticados caso fossem vendidos no período, e não baseá-los em seus custos históricos de aquisição. As reservas devem ser estabelecidas em relação aos empréstimos “problemáticos” e aos “duvidosos”. Quando as perdas de um banco com empréstimos aumentam e seu capital declina, pode-se exigir que a instituição levante mais capital ou que seja fechada sob as regras tradicionais. Para exemplificar o padrão pouco usual de bancos que seguem essas regras, considere o seguinte caso: no segundo trimestre de 1897, o Citicorp declarou seu valor de empréstimos para o Terceiro Mundo, e o FSLIC permitiu que quinhentos bancos insolventes permanecessem abertos na esperança de que se tornassem lucrativos o suficiente e reconstruíssem seu capital, o que foi largamente noticiado pela imprensa. Como parte do processo de regulamentação, o BC norte-americano começou a colaborar com outros bancos centrais dos países pertencentes ao G10 para fortalecer as estruturas bancárias por todo o mundo ao aplicar os mesmos requerimentos de capital de risco para os bancos sediados em diferentes países.

A ênfase sobre os requerimentos de capital como porcentagem dos ativos ou passivos bancários levou alguns bancos a desenvolver operações “fora do balancete”, o que gerou taxas, comissões e receitas com juros; porém, os ativos e passivos são contingentes e mostrados apenas como notas de rodapé no balancete. Os bancos estabeleceram então veículos de investimentos especiais (Special Investiment Vehicles – SIVs) que contornavam os requerimentos formais de capital, e assim aumentaram sua alavancagem efetiva. A demanda pelas notas promissórias das SIVs dependia do capital reputacional das instituições financeiras. Essas transações fora do balancete incluíam taxas de juros e *swap* de divisas, contratos futuros, opções, riscos de subscrição, “repos” (vendas de títulos com a garantia de recompra futura) e instrumentos de emissão de notas. Cada uma dessas posições pode ser avaliada como uma opção e incluída entre ativos ou passivos no cálculo do capital requerido apropriado.[1]

Pode-se defender as regulamentações mais estritas e a supervisão dos bancos para impedir o crédito em períodos de euforia que acabem em uma crise financeira. A responsabilidade pelo exame dos bancos nos Estados Unidos é dividida entre o Office of the Comptroller of the Currency (órgão controlador da moeda), as sedes regionais do BC e as comissões bancárias estaduais. Sob um ponto de vista, existe competição, mas não sobre a desregulamentação, e sim sobre a rerregulamentação.[2] "Responsabilidade compartilhada", disse um famoso político/banqueiro alemão, "não é responsabilidade".[3] A astuta equipe examinadora, necessária quando os preços dos ativos cambaleiam, não está disposta a se submeter ao tédio dos longos períodos de calmaria entre as crises. É difícil detectar a malversação dos bancos antes de uma crise. Nos *booms*, a entropia na regulamentação e supervisão permite a criação de pontos de perigo que só explodem depois que os preços dos ativos recuam. A questão então é saber se é necessário liquidar, interromper, garantir, fornecer dinheiro, assumir a instituição ou depender de outros modos de empréstimo de última instância.

A resposta praticamente universal à falência ou quase falência dos bancos é a necessidade de mais regras ou regulamentações mais eficazes. Os problemas da Bear Stearns, Lehman Brothers e de outros bancos norte-americanos de investimento foram atribuídos à decisão da Comissão de Títulos e Câmbio de relaxar as restrições sobre a alavancagem dos bancos de investimento. Algumas vezes o colapso de certos bancos é atribuído à revogação do Glass-Steagall Act – o que convenientemente negligencia as falências de centenas de empresas nos anos 1980 e de bancos na Grã-Bretanha, Islândia e Irlanda.

A regulamentação impõe custos, e, como resultado, sua história é pontuada por novos tipos de instituições criadas fora do escopo inicial – e, ainda assim, similares às empresas regulamentadas. Os fundos do mercado monetário foram criados como meio de pagar juros a depósitos sob demanda; já o mercado internacional de depósitos foi estabelecido para evitar os custos que os bancos domésticos incorrem na forma de requerimentos de reserva e prêmios de seguro de depósito – as filiais estrangeiras dos bancos norte-americanos podiam pagar taxas de juros mais altas do que as filiais domésticas.

As manias são macrofenômenos e resultam do crescimento excessivamente rápido do crédito; já a regulamentação é um microfenômeno. Não é provável que a regulamentação afete diretamente uma mania, embora ela vá ter impacto sobre algumas instituições e influenciar o ritmo do desenvolvimento da mania.

10.2 Negligência benigna

Muitos economistas acreditam que o pânico gere sua própria cura, e que "pode-se deixar o fogo consumir a si próprio".[4] "Cabeças frias, ainda que não muito imaginativas no Banco [da Inglaterra] falam que é da natureza dos pânicos se exaurirem sozinhos."[5] Lorde Overstone sustentava que a ajuda ao sistema financeiro em uma crise não é realmente necessária porque os recursos do sistema são tão grandes que, mesmo em momentos de maior severidade, aqueles que oferecem uma taxa de juros suficientemente alta poderiam tomar emprestada uma

extensa soma em dinheiro.[6] Em 1847, um aumento na taxa de descontos para 10 e 12% em Londres interrompeu o fluxo de ouro para os Estados Unidos: uma pequena corveta foi enviada para alcançar um navio que já havia partido para Nova York, para fazê-lo voltar e descarregar £ 100.000 em ouro.[7]

Testemunhando ante a *Enquête* francesa (espécie de inquérito) sobre circulação monetária, o barão James de Rothschild declarou que era seguro confiar nos aumentos nas taxas de juros para reduzir a especulação nas *commodities* e títulos. Ele acrescentou: “Se os especuladores pudessem encontrar crédito ilimitado, não se poderia prever quais tipos de crises ocorreriam”.[8]

O dilema do risco moral é a possível especulação que as medidas adotadas a fim de proporcionar estabilidade para o sistema durante determinada crise podem encorajar durante a próxima, praticada por aqueles que buscam retornos excepcionalmente altos e que estão certos de que existe uma grande probabilidade de que o governo adotará medidas para impedir que a economia imploda – e então suas perdas serão limitadas. Oferecer tal “almoço grátis” para os especuladores hoje indica que, no futuro, eles provavelmente serão menos prudentes; por isso, as próximas crises financeiras podem ser mais severas. O problema do risco moral é um forte argumento pela não intervenção quando uma crise financeira se desenvolve, pois deve reduzir a probabilidade e a severidade das crises futuras. Mas a questão é saber se as autoridades conseguirão penalizar especuladores individuais e ao mesmo tempo minimizar os impactos adversos do seu comportamento imprudente sobre o resto do país – e mesmo assim há a questão do custo/benefício, ou seja, saber se o benefício de permitir que o pânico siga seu curso vale a pena economicamente, considerando-se a recompensa não merecida dos especuladores.

As perdas sofridas pelos acionistas da Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie Mac, AIG, Citicorp e Bank of America foram imensas. Além disso, as lideranças e diretores dessas instituições foram substituídos. Essas empresas continuaram atuando, porém, considerando todos os fins práticos, elas faliram. Os indivíduos que investiram sob a suposição que essas instituições eram “grandes demais para falir” podem ter sofrido elevadas perdas.

Aqueles que acreditam que um pânico deve seguir seu curso parecem ter duas características: uma é a satisfação ao ver os problemas encontrados pelos investidores ou especuladores como retribuição por seus excessos (sentimento traduzido pelo termo alemão *Schadenfreude*, isto é, uma “satisfação móbida”); essa visão puritana exalta o “fogo do inferno” como punição justa para os muito gananciosos. A outra é considerar o pânico uma tempestade “em uma atmosfera tropical poluída e insalubre” que limpa o ar. “Ela purificou os elementos comerciais e financeiros, e tendeu a restaurar a vitalidade e saúde, assim como o comércio regular, o progresso sadio e a prosperidade permanente”.[9] Uma poderosa declaração dessa perspectiva foi feita por Herbert Hoover quando ele caracterizou – sem aprovação – o ponto de vista de Andrew Mellon:

> Os “liquidacionistas do deixe estar” liderados pelo secretário do tesouro Mellon sentiam que o governo deveria manter suas mãos afastadas e deixar a crise liquidar a si própria. O Senhor Mellon tinha somente uma fórmula: “liquidar o trabalho, liquidar os estoques, liquidar os fazendeiros, liquidar os imóveis”. Eles insistiam que quando as pessoas entram em uma tempestade inflacionária, o único modo de tirá-las de lá é deixar que a tempestade as leve ao colapso. Ele defendeu

> que mesmo o pânico não era, por si só, uma coisa ruim, e disse: "Ele irá purgar a podridão do sistema. Os altos custos de vida e de indulgência irão cair. As pessoas trabalharão mais, levarão uma vida moral. Os valores serão ajustados, e as pessoas empreendedoras irão recolher os restos das pessoas menos competentes".[10]

Murray Rothbard, historiador econômico austríaco, acrescentou: "Embora colocado de modo um pouco lúgubre, esse foi o caminho sadio e correto para a administração".[11] O historiador conservador Paul Johnson comentou: "Esse foi o único conselho sensato que Hoover recebeu durante seu mandato".[12]

Segundo o ponto de vista oposto, se o governo não intervesse para estancar a crise, um pânico deflacionário poderia se espalhar e eliminar investimentos sadios dos não especuladores, que não seriam capazes de obter o crédito de que precisam – embora fosse desejável purgar o sistema das bolhas e investimentos maníacos.

Uma característica de muitas crises de liquidez é que as taxas de juros parecem extremamente altas para os tomadores de empréstimos privados, especialmente por serem expressas como taxas percentuais anuais – mas na verdade são prêmios por liquidez para um, dois ou no máximo alguns dias. A questão mais fundamental é saber se o dinheiro está disponível a essas elevadas taxas de juros ou se o mercado de crédito está "limpo" pelo racionamento realizado por outros meios diferentes que não o preço. Em muitas crises, fica evidente a dificuldade (às vezes, a impossibilidade) de se tomar empréstimos durante um pânico e a irrelevância das taxas de juros cotadas por causa da indisponibilidade do dinheiro:

- Depois que a Arend Joseph e a DeNeufville faliram em 1763, um pânico irrompeu em 22 de julho, e um relatório sucinto e não muito informativo comentou: "Pânico em títulos e em mercadorias, não há dinheiro disponível".[13]
- A declaração em 1825 foi: "Um pânico tomou conta do público, como nunca havia sido visto antes: todos mendigavam dinheiro – dinheiro – mas não havia condição de consegui-lo. 'Não era o caráter do título', observa o *The Times*, 'o que era considerado, mas a impossibilidade de produzir dinheiro' ".[14]
- Interrogatório de Thomas Tooke ante o Seleto Comitê Sobre a Crise Financeira em 1847– Questão 5.421: "Por vários dias, senão semanas, o Banco da Inglaterra foi o único estabelecimento realizando descontos?". Resposta: "Sim". Questão 5.472: "O presidente do Banco da Inglaterra disse que não podia vender £ 1 milhão em ações [obrigações do governo inglês] na semana depois de 14 de outubro caso não houvesse carta. Você acha isso possível?". "Não, perfeitamente impossível, considerando que a palavra impossível signifique 'com a exceção de uma redução nos preços que não se pode contemplar".[15]
- Declaração do Senhor Glyn durante o mesmo inquérito – Questão: "Você está ciente da opinião do corretor do banco de que uma grande soma poderia ser vendida sem afetar materialmente os preços dos Consols [obrigações perpétuas inglesas]?". Resposta: "Eu não estava ciente de que o corretor do banco havia feito essa declaração. Eu diria, pelo que eu vi na época, que uma venda de um ou dois milhões, os números de que se falava, teria sido quase impossível sem derrubar os fundos a um preço tão baixo a ponto de

criar mais pânico".

- O Senhor Browne, MP, não achava que tais vendas pudessem ser efetuadas, exceto com grande sacrifício, acrescentando que "se o pânico tivesse sido igual àquilo que podemos supor, sob tais circunstâncias, eu duvido que elas possam ter sido vendidas de qualquer maneira".[16]
- Então, em 1857, "em certo ponto durante a crise era impossível negociar papéis de qualquer maneira, com o custo sob as mais favoráveis condições sendo de 12 e 15%".[17]
- Uma carta de Liverpool: "Letras de câmbio, elas próprias de primeira qualidade, e para as quais este e outros bancos estavam dispostos a dar seu endosso, eram absolutamente impossíveis de ser convertidas em dinheiro, e estou convicto de que muitas casas, que simplesmente não eram solventes mas capazes de pagar 40 e 60 xelins para cada libra, teriam parado de atuar caso a carta do governo não tivesse sido emitida".[18]
- "A confiança comercial em Hamburgo estava completamente perdida. Cartas de somente três ou quatro das principais casas eram negociáveis com a maior taxa de juros [...]. Um adiantamento das obrigações do governo de 15 milhões de marcos pagáveis pelos bancos não ajudou. O pânico foi tão grande que as obrigações do governo não podiam ser descontadas, e os capitalistas não se separariam do seu dinheiro por nenhum título [...]. Quando se soube em 12 de dezembro que a assistência ajudaria a todos, o pânico cessou. As obrigações do governo que não eram descontáveis a 15% no primeiro dia do mês foram prontamente aceitas a 2 e 3%".[19]
- Edward Clark, em Nova York, escreveu para Jay Cooke na Filadélfia antes que ele deixasse a firma de Clark para iniciar a sua própria: "O dinheiro não está escasso – não há dinheiro algum. Não há dinheiro, não há confiança e valor para nada. Mais uma semana assim e os bancos irão falir".[20]
- Em 1866, "a corte do Banco elevou a taxa de desconto para 9% e intimou que os empréstimos sobre títulos do governo estivessem disponíveis a 10%. Antes do anúncio era impossível vender Consols ou cartas do erário público. Os corretores de outros títulos se recusavam a negociar".[21]
- Durante a crise de 1873 em Nova York, a "National Trust Company de Nova York possuía 800 mil dólares em títulos do governo nos seus cofres, mas nem um dólar podia ser tomado emprestado com eles, e a empresa parou de atuar".[22]
- E, em 1883, "o crescimento da demanda por dinheiro finalmente levou a uma escassez de dinheiro. Empréstimos a prazo fixo não podiam ser obtidos, empréstimos de curto prazo tinham juros de 72% em junho, 72% em 28 de julho, 51% em 4 de agosto. Papéis comerciais de primeira classe eram cotados a 8 ou 12% nominais, com muito pouco dinheiro disponível".[23]

A evidência é ambígua, já que a possibilidade de venda de obrigações do governo é qualificada por comentários como "com a exceção de uma redução nos preços [ou seja, um aumento nas taxas de juros] que não se pode contemplar". Além disso, existem informações ocasionais sobre o outro lado da discussão, especialmente nos Estados Unidos, já sob o

sistema bancário nacional, onde não havia emprestador de última instância disponível. Em 1884:

> Para somar à frustração dos corretores, o dinheiro tornou-se excessivamente rigoroso, e em certo ponto exigia até 4% em um período de 24 horas de uso. Isso causou um maior sacrifício de ações, já que poucos poderiam pagar as altas taxas pedidas. O custo exorbitante era, é claro, resultado direto da desconfiança reinante, uma vez que não havia escassez real [...]. É [...] ao desejo de realizar e obter dinheiro que se deve atribuir a grande queda de quase 7% nas obrigações do Governo dos Estados Unidos na quinta e sexta-feira. Não houve perda de confiança neles, nem em boas ações e obrigações das ferrovias. Um resultado do aumento fenomenal e temporário das taxas sobre o dinheiro foi a vinda de grande quantidade de capital estrangeiro para o mercado. Parte dele foi enviada para a compra de ações a preços reduzidos, e mais para realizar empréstimos sobre ações ou outros bons títulos com altas taxas de juros. O efeito disso foi inverter completamente as taxas de câmbio que estavam tão fortemente contrárias aos Estados Unidos.[24]

Essa declaração é ambígua, uma vez que o pânico começou antes que se desenvolvesse uma falta aguda de liquidez.

O FMI agiu como emprestador de última instância na crise asiática de 1997, mas bem depois da alta desvalorização do *baht* tailandês, da rúpia indonésia e outras moedas – e insistiu para que os governos de todos os países asiáticos equilibrassem seus orçamentos e os respectivos bancos centrais aumentassem as taxas de juros. Diversos economistas desaprovaram essas medidas porque elas levariam a uma elevação no desemprego, especialmente entre os pobres, enquanto os problemas financeiros haviam sido causados por administradores e banqueiros abastados.

Entretanto, algum apoio à ortodoxia veio da experiência japonesa nos anos 1990: a combinação de uma política expansiva e a desvalorização do *yen* produziu uma "armadilha de liquidez". Tanto as taxas de juros quanto os empréstimos bancários no Japão diminuíram depois das quedas nos preços das ações e imóveis, e a inferência é que houve uma "trituração do crédito". Os bancos estavam relutantes em realizar empréstimos porque suas perdas haviam erodido seu capital, e as empresas não queriam tomar financiamentos devido ao lento crescimento na demanda dos seus produtos.

A queda nas taxas de juros de curto prazo em Tóquio para abaixo de 1% levou à disparada do *carry-trade*. Os fundos de *hedge* dos Estados Unidos tomaram empréstimos em *yens*, vendidos para comprar dólares norte-americanos usados para a aquisição de títulos com denominação na mesma moeda norte-americana – e que geravam 3 ou 4% de retorno ao ano. As transações de *carry-trade* levaram a um aumento no fluxo de fundos de Tóquio para Nova York e a uma queda no valor do *yen*; isso gerou uma elevação no superávit comercial do país e na venda de seus produtos e também em seus níveis de emprego. Esse aumento no superávit foi uma resposta útil à armadilha de liquidez e um suplemento eficaz à política fiscal e monetária expansivas do Japão. As transações *carry-trade* continuariam lucrativas para os fundos de *hedge* norte-americanos enquanto qualquer valorização do *yen* fosse menor que o excedente das taxas de juros sobre títulos com denominação em dólares norte-americanos sobre as taxas de juros pagas sobre seus empréstimos em *yens*.

10.3 Persuasão moral e outros instrumentos exortativos

O argumento dominante contra a visão *a priori* de que os pânicos podem curar-se ao serem deixados em paz aponta justamente que eles quase nunca são deixados em paz. As autoridades sentem-se compelidas a intervir para impedir uma queda maior nos preços dos ativos; pânico após pânico, quebra após quebra, crise após crise, as autoridades ou outros "cidadãos responsáveis" tentam impedir o pânico de uma forma ou de outra. Podem estar alarmadas sem razão, e a posição pode-se corrigir sozinha sem danos sérios – assim como também podem ser estúpidas e incapazes de aprender (a Escola de Chicago supõe que os participantes do mercado são sempre mais inteligentes que as autoridades, em grande parte porque as autoridades são motivadas por objetivos políticos de curto prazo). A distribuição desigual de inteligência não pode ser testada em relação à gestão de crises porque as autoridades e os líderes do mercado se esforçam para impedir que as quedas de preços e falências se alastrem. Se houver um processo de aprendizado em ação aqui – e a suposição de racionalidade exige um –, a lição é que um emprestador de última instância é mais indicado (e menos custoso) do que a dependência exclusiva das forças competitivas do mercado.

Um *insight* dos registros históricos revela que existem muitos exemplos em que as autoridades inicialmente estavam resolvidas a não intervir, mas por fim o fizeram, com relutância. Lorde Liverpool ameaçou demitir-se da sua posição de chanceler do erário público em dezembro de 1825 se o órgão emitisse notas para resgatar o mercado depois de seu alerta contra a especulação excessiva seis meses antes.[25]

Willian Lidderdale, presidente do Banco da Inglaterra na época da crise da Baring, recusou-se categoricamente a aceitar uma "carta de compensação" para permitir que o banco excedesse seu limite de empréstimos.[26] Nas duas ocasiões, as aparências foram salvas ao se encontrar alguma outra abordagem para evitar o pânico. A firme posição inicial de não intervir foi revertida em muitas outras ocasiões quando o pânico aumentou – em eventos como a intervenção de Frederico II na crise de Berlim em 1763,[27] a recusa do Banco da Inglaterra em descontar para os "bancos W",[28] e a decisão do BC norte-americano em 1869.[29]

Em setembro de 2008, as autoridades norte-americanas eram favoráveis à falência da Lehman Brothers, embora o governo estivesse centralmente envolvido na compra da Bear Stearns pela JPMorgan Chase e na administração da Fannie Mae e Freddie Mac; explica-se que na época o secretário do tesouro não quis ser conhecido como "Senhor Resgate". Um dia depois do fechamento da Lehman, a "política" foi revertida em resposta à enorme corrida para a AIG. Na prática, uma nova política de seguro de depósito de 100% foi implicitamente aplicada a todas as grandes empresas financeiras.

10.4 Atrasos

Em uma corrida, cada depositante se apressa em tirar seu dinheiro do banco antes que suas portas fechem devido à exaustão de suas reservas. Os bancos muitas vezes relutam, pois suas reservas são muito menores do que seus passivos em depósitos de curto prazo. Durante a Grande Depressão, os bancos demoraram a pagar os depositantes, esperando, como Micawber, que acontecesse algo. A técnica existe desde o século XVIII.

Macleod, em seu livro *Theory and Practice of Banking*,[30] descreve como o Banco da Inglaterra se defendeu, em setembro de 1720, contra uma corrida que ele mesmo causou ao voltar atrás em uma promessa de absorver as obrigações da Companhia dos Mares do Sul a £ 400. O banco colocou seus amigos no início da fila e os pagou lentamente em moedas de 6 *pence* – e então esses amigos trouxeram as moedas de volta ao banco por outra porta. O dinheiro foi depositado e, de novo, lentamente contado – e então ocorreu o pagamento. A corrida foi adiada até a festa de Michaelmas (29 de setembro) e acabou junto com o feriado. Assim, o Banco da Inglaterra pôde continuar aberto.[31]

Uma segunda história, que pode ter a mesma origem e provavelmente é mais precisa, conta que o Sword Blade Bank, que apoiava a Companhia dos Mares do Sul, resistiu às tentativas de troca dos seus papéis por moedas de prata. Quando a corrida começou em 19 de setembro, o banco comprou muita prata, paga "lentamente em troco miúdo". Há relatos de um depositante que recebeu £ 8.000 em xelins e moedas de 6 *pence* antes que o banco fechasse suas portas no sábado, dia 24 de setembro.[32] As circunstâncias sugerem uma só história. As datas, duas. No entanto, o Sword Blade Bank e o Banco da Inglaterra eram inimigos mortais, e seria improvável que tivessem cooperado entre si.

O Banco da Inglaterra não se esqueceu das lições de 1720 um quarto de século depois. O "Jovem Pretendente" [ao trono da Inglaterra] (Charles Edward, neto de James II) desembarcou na Escócia em julho de 1745, desfraldou sua bandeira em setembro, invadiu a Inglaterra em novembro, chegou a Carlisle em 15 de novembro e alcançou Derby em 4 de dezembro. O pânico eclodiu na Sexta-Feira Negra, dia 5 de dezembro de 1745: os Consols britânicos caíram para 45, o menor preço registrado, e foi iniciada uma corrida para o Banco da Inglaterra, o qual resistiu parcialmente, pagando suas notas em moedas de 6 *pence*, e o tempo obtido foi usado para induzir os mercadores de Londres a proclamar sua lealdade e prontidão em aceitar notas do Banco da Inglaterra. A segunda metade da prescrição – a coleta de declarações de fé nas notas – foi usada novamente em circunstâncias similares quando os franceses desembarcaram em Fischguard em 1797. Naquela ocasião, em um único dia, coletou-se 1.140 assinaturas de mercadores e investidores em ações do governo.[33] O tempo ganho em 1745 com o pagamento lento e a petição de suporte permitiu ao governo organizar o exército que derrotou o Charles Edward em Culloden em abril de 1746.

10.5 Paralisações completas e feriados bancários

Um modo de impedir o pânico é fechar o mercado e assim interromper as negociações – como aconteceu na Bolsa de Valores de Nova York em 1873 e em muitos outros centros no início da

guerra em 1914. Nos dois casos, a razão para tal foi impedir uma corrida ao dar mais tempo aos participantes do mercado para pensar se era necessário ou desejável vender a preços reduzidos.

Entretanto, as paralisações podem impulsionar o mercado informal e intensificar o pânico. Além disso, os objetivos de curto e longo prazo sempre estão em conflito. Fechar o mercado de ações durante um pânico pode exacerbar o próximo, uma vez que os investidores vendem suas ações ou sacam seu dinheiro do mercado de *call money* porque temem que as negociações sejam interrompidas: um editor financeiro sugeriu que o temor de que as negociações na bolsa pudessem também ser interrompidas em outubro de 1929 acelerou o saque do *call money* por bancos de fora da cidade e outros participantes do mercado.[34] Em 1873, os dois meses de fechamento das bolsas de valores em Pittsburgh e Nova Orleans tiveram menos consequências sérias, já que elas negociavam somente títulos das empresas locais que causaram suas próprias dificuldades.[35]

A Bolsa de Nova York e as outras bolsas de valores dos Estados Unidos foram fechadas por uma semana durante o ataque às torres do World Trade Center em 11 de setembro de 2001 porque os sistemas de comunicação e suporte técnico estavam inoperantes. Muitos desses títulos poderiam ter sido negociados nas bolsas de valores regionais nos Estados Unidos, embora estas tivessem ficado sobrecarregadas.

A declaração de um feriado legal pelo governo é outra técnica para fechar o mercado, usada durante o pânico de 1907 em Oklahoma, Nevada, Washington, Oregon e Califórnia.[36] O dispositivo foi o precursor dos feriados bancários que começaram em determinados locais no final de 1932 e foram difundidos por todo o país em 3 de março de 1933, o dia em que Franklin D. Roosevelt iniciou seu mandato como presidente (um feriado bancário fecha somente os bancos, enquanto um feriado legal fecha todas as empresas).

Outra manobra (usada também em 1873) consiste em suspender a publicação de extratos bancários na esperança de que "o que os olhos não veem o coração não sente". A técnica foi elaborada para ocultar as grandes perdas de alguns poucos bancos, pois havia o receio de que notícias muito precisas reduziriam ainda mais a confiança dos depositantes.[37]

Alguns mercados financeiros e de *commodities* estabelecem limites diários sobre as mudanças máximas nos preços. Quando o limite é atingido, as negociações são suspensas pelo resto do dia. Os especialistas em ações individuais muitas vezes "dão um tempo" sempre que o desequilíbrio entre as ordens de compra e de venda é excepcionalmente grande. Essa "interrupção de circuito" ou *circuit breaker* foi recomendada para os mercados de ações norte-americanos depois da Segunda-Feira Negra de 19 de outubro de 1987. A proposta para os mercados de ações dos Estados Unidos foi postergar as negociações durante um intervalo definido – vinte minutos, por exemplo – das ações cujos preços variassem acima ou abaixo do limite.

Ganhou-se tempo estratégico com moratórias sobre o pagamento de todas as dívidas ou de tipos particulares de obrigações, como as letras de câmbio com menos de duas semanas até o vencimento; em um procedimento dos mais comuns, os auditores dos bancos ignoram os empréstimos ruins dos bancos enquanto puderem – uma moratória implícita sobre atribuir aos

empréstimos seus valores de mercado; a paciência regulatória também foi usada durante o colapso das poupanças e empréstimos nos Estados Unidos nos anos 1980. O FMI e o Banco Mundial continuaram a permitir que as dívidas de muitos países africanos aumentassem em relação aos juros devidos. Se essas instituições tivessem declarado que os empréstimos não estavam sendo pagos, teriam também que reconhecer seus prejuízos. Os bancos que faziam empréstimos para os trustes de investimento imobiliário (Real State Investiment Trusts – REITs), proprietários de *shopping centers* hipotecados e proprietários de aviões Boeing 747 fora de uso permitiram que os juros sobre seus empréstimos bancários se acumulassem, pois queriam postergar os reconhecimentos dos prejuízos para um momento mais propício, quando seu capital fosse maior – mas os financiadores precisavam que os auditores dos bancos tivessem paciência.

Contudo, moratórias oficiais podem ser menos eficazes do que as informais. A moratória sobre a liquidação de diferenças em pagamentos devidos na Bolsa de Valores de Viena em 1873, por exemplo, durou uma semana – do colapso do mercado de ações até 15 de maio: um fundo de garantia de 20 milhões de *gulden* foi então estabelecido pelo Banco Nacional Austríaco e pelos bancos comerciais sólidos. Essas imitações de medidas anteriores foram de pouca ajuda,[38] e outra moratória foi observada em Paris depois da Monarquia de Julho, quando o conselho municipal decretou que todas as notas pagáveis na cidade entre 25 de julho e 15 de agosto deveriam ser estendidas em dez dias. Essa moratória esterilizou os papéis comerciais nos portfólios bancários e não fez nada para desencorajar a corrida dos portadores de notas.[39]

10.6 Certificados de câmara de compensação

O principal dispositivo usado nos Estados Unidos para lidar com corridas aos bancos antes da criação do Banco Central era o certificado de câmara de compensação, um substituto próximo do dinheiro de responsabilidade de um grupo de grandes instituições financeiras locais. Um banco sujeito a uma corrida pagaria os depositantes com esses certificados em vez de moedas. A câmara de compensação de Nova York foi fundada em 1853, e a da Filadélfia, em 1858, depois do pânico de 1857. Durante o pânico de 1857, os bancos de Nova York não puderam contribuir para impedir a corrida. A Agência Mercantil de Nova York declarou que, se quatro ou cinco dos bancos mais fortes tivessem auxiliado a Ohio Life and Trust Company, ela cumpriria suas obrigações, e as empresas e crédito dos países seriam preservados.[40] Em 1873, os bancos de Nova York estavam prontos para aceitar pagamentos de cheques compensados em certificados de câmara de compensação. A utilização deles tinha uma vantagem: os bancos eram menos incentivados a roubar depósitos dos seus concorrentes. Sprague insistiu que esse sistema deveria ser acompanhado por um acordo para a criação de um *pool* com as reservas dos bancos, caso contrário, um banco que não estivesse sujeito a uma drenagem de recursos poderia ser forçado a suspender os pagamentos depois de pagar seus próprios depositantes em dinheiro – se não recebessem mais em acordos de outros bancos.[41] Finalmente, em 1873, o

pool com as reservas foi criado.

Esses certificados também tinham uma séria desvantagem: eram aceitos somente na área local – Nova York, Filadélfia e Baltimore. Assim, ajudavam a manter os pagamentos domésticos como folhas de pagamento e vendas no varejo em uma cidade, mas prejudicavam o fluxo eficaz de pagamentos entre os municípios. Durante o pânico de 1907, dentre as 160 câmaras de compensação nos Estados Unidos, verificou-se que 60 usaram esses certificados para facilitar os pagamentos locais. Mesmo assim, Sprague afirmou que os deslocamentos das negociações domésticas não eram menos completos e preocupantes do que em ocasiões anteriores. Os preços dos fundos de Nova York em Boston, Filadélfia, Chicago, St. Louis, Cincinnati, Kansas City e Nova Orleans, entre 26 de outubro e 15 de dezembro de 1907, variavam de um desconto de 1,25% em Chicago em 2 de novembro a um prêmio de 7% em St. Louis, em 26 de novembro, um aumento de 1,5% em relação à semana anterior.[42] Em dezembro de 1907, Jacob H. Schiff escreveu: "A lição que devemos aprender com a experiência recente é que a emissão de certificados de câmara de compensação nos diferentes centros bancários também causou danos consideráveis. Ela desmembrou o comércio doméstico e paralisou em grande parte as empresas do país."[43]

Outros dispositivos com o mesmo caráter geral foram os cheques de câmara de compensação e os visados, ambos substitutos próximos para o dinheiro que aumentaram os meios de pagamentos em circulação.

Grupos não bancários também podem organizar-se para mitigar um pânico. Considere-se, por exemplo, o consórcio do mercado de ações. Em 24 de outubro de 1907, um grupo de bancos, liderado pelo J. P. Morgan, emprestou US$ 25 milhões com 10% de juros em *call money* na tentativa de conter o colapso do mercado de ações.[44] Vinte e dois anos depois, na quinta-feira negra de 1929, Richard Whitney foi de posto em posto da Bolsa de Valores de Nova York e fez lances de compra de ações em nome de um sindicado novamente liderado pela J. P. Morgan e companhia.[45]

10.7 Cooperação entre bancos

Os bancos também colaboraram por meio de comitês de resgate (como em Viena, em maio de 1873, e outras ocasiões anteriores), fundos de empréstimo, fundos para garantia de obrigações e fusões de bancos e empresas fracas, além de outros dispositivos pelos quais os bancos fortes auxiliam os fracos ou em vias de falir.[46] O papel dos bancos de Paris na crise de 1828 na Alsácia, os diversos dispositivos empregados por Hamburgo ao enfrentar as dificuldades de 1857 e a garantia de empréstimo da Baring Brothers em 1890 são três exemplos dessa colaboração.

10.8 A crise alsaciana de 1828

Três empresas têxteis faliram em dezembro de 1827 em Mulhouse, e então os bancos de Paris recusaram-se a aceitar qualquer papel vindo da região. Além disso, o Banco da França estabeleceu um limite de 6 milhões de francos para o valor que iria sustentar, um número que "mal correspondia à fortuna de duas casas alsacianas", decidindo ainda por não aceitar qualquer papel com endossos de Mulhouse ou Basel – e essa decisão precipitou um pânico. Em 19 de janeiro, mais dois mercadores de Mulhouse faliram, e, três dias depois, houve rumores em Paris sobre a falência de duas empresas de Schlumberger. Os bancos de Paris então enviaram Jacques Laffitte como emissário para Mulhouse. Ele chegou em 26 de janeiro e ofereceu um empréstimo de 1 milhão de francos sobre consignação de mercadoria. Antes de chegar, entretanto, dois mercadores de tecidos, Nicholas Koechlin e Jean Dolfuss, saíram de Mulhouse e mudaram-se para Paris. Para levantar dinheiro, esses mercadores venderam estoques no comércio com descontos de 30 a 40% em relação aos preços de mercado tradicionais. Nove casas faliram entre 26 de janeiro e 15 de fevereiro. Lévy-Leboyer escreveu que poderia ter sido pior; no último minuto, um sindicato de 26 bancos de Paris, presidido por J.-C. Davillier, estendeu um crédito de 5 milhões de francos para Koechlin e Dollfuss; eles retornaram para a Alsácia em 3 de fevereiro e distribuíram 1 milhão de francos para seus colegas, que ofereceram garantias e ficaram com 4 milhões. Essas medidas restauraram a confiança,[47] e aqueles não qualificados para o fundo Koechlin-Dollfuss e nem para o dinheiro da Basel faliram.[48]

10.9 A crise de 1857 em Hamburgo

A crise de 1857 em Hamburgo teve como cenário a expansão do comércio, particularmente porque a Guerra da Crimeia levou a uma expansão do crédito. Hamburgo era a cidade "inglesa" da Alemanha, mas tinha relações próximas com os Estados Unidos no comércio de açúcar, tabaco, café e algodão; também era comercialmente próxima da Escandinávia. Assim, quando o maremoto deflacionário atravessou o Atlântico, Hamburgo foi inundada. O pânico iniciado com a falência da Ohio Life, em 24 de agosto, chegou a Hamburgo três meses depois (após quedas de 30% nos preços) com a suspensão da Wintehoff e Piper, uma empresa envolvida no comércio com a América.[49] Despachos diários do consulado britânico em Hamburgo, ordenados por data, contam essa história:

21 de novembro: Algumas das principais casas mercantis e dois bancos fazem planos de auxílio.

23 de novembro: Duas grandes casas envolvidas no comércio com Londres vão à falência, e a Associação de Garantia de Descontos fica mais cautelosa ao endossar notas de Hamburgo.[50] De acordo com uma autoridade, a Associação foi exaurida em três dias.[51]

24 de novembro: É formada uma nova Associação de Garantia de Descontos (*Garantie-Diskontverein*), inicialmente, com um capital de 10 milhões de marcos banco (moeda

usada em Hamburgo), depois, elevado para 13 milhões (cerca de 1 milhão de libras), dos quais a soma de 1 milhão de marcos deve ser paga imediatamente.

28 de novembro: A câmara de comércio e os principais mercadores induzem o senado a solicitar ao parlamento (*Burgerschaft*) a emissão de obrigações do governo para emprestar de 50 a 66,66% do valor dos bens hipotecados, títulos e ações para mercadores em dificuldades.

1º de dezembro: Com a suspensão da Ullberg e Cremer, dez a doze casas envolvidas no comércio com a Suécia faliram. A Associação de Garantia de Descontos anuncia que não vai emitir mais garantias. Os negócios estão paralisados.

2 de dezembro: É feita uma sugestão para se mudar as leis sobre falências e permitir aos credores compartilharem os bens.

7 de dezembro: É feita uma proposta para se estabelecer um banco estatal para desconto de notas boas pela quantia de 30 milhões de marcos banco (cerca de 2,4 milhões de libras). O parlamento a rejeita, desejando, em vez disso, emitir 30 milhões de marcos banco de papel-moeda como curso forçado. O senado reprova essa proposta, insistindo em manter o padrão prata.

No final, foi alcançado o compromisso de um fundo de 15 milhões de marcos, que incluía obrigações do governo de Hamburgo no valor de 5 milhões de marcos e 10 milhões em prata para empréstimos no exterior[52] (a história do trem de prata (*Silberzug*) será vista no Capítulo 12 como um exemplo de emprestador internacional de última instância).

Um observador avaliou as somas disponíveis para o resgate de operações em 35 milhões de marcos, o que incluíam 15 milhões na Associação de Garantia de Descontos, 15 milhões na Instituição de Empréstimos Estaduais e 5 milhões da câmara de comércio. Ele comparou essa quantia com os 100 milhões de marcos em notas protestadas e observou que se os mercadores especulassem com capital, igual a somente um sexto do valor das suas mercadorias, uma queda de 17% nos preços seria suficiente para acabar com sua posição de capital. Em resposta à sugestão de que o senado estava vivendo trezentos anos no passado, esse observador apontou que os mercadores que viviam trezentos anos no futuro por emitir débitos daquela maneira. A ajuda do Estado nesses casos, ele insistiu, significa simplesmente assistência para a especulação e perpetuação de preços mais altos à custa do consumidor.[53]

10.10 Garantias de dívidas: a crise da Baring

A mais famosa garantia de dívida foi criada por William Lidderdale, então presidente do Banco da Inglaterra durante a crise da Baring de 1890, e garantias similares foram encontradas anteriormente na Grã-Bretanha. Em dezembro de 1836, por exemplo, houve o caso do banco privado Esdailes, Grenfell, Thomas & Company, que atuava como agente de 72 bancos rurais em Londres e estava passando por dificuldades financeiras. A empresa não

poderia ir à falência, devido aos seus relacionamentos com os bancos rurais. Seus papéis incluíam todos os maiores nomes do centro financeiro de Londres. Os ativos do banco excediam muito seus débitos, e os banqueiros londrinos então ofereceram garantias. O Banco da Inglaterra liderou essa lista, com £ 150.000, e a Esdailes sobreviveu – mas somente por dois anos.[54]

A garantia foi criada como uma alternativa a uma carta de indenização que permitia a suspensão do Bank Act de 1844, a qual foi oferecida a Lidderdale por Lorde Goschen, chanceler do erário público, mas Lidderdale a recusou argumentando que a "dependência em tais cartas foi a causa de muita atividade bancária ruim na Inglaterra".

Caso Lidderdale se recusasse a aquietar o mercado utilizando os meios usuais empregados em 1847 e 1866, não iria impedir o mercado de arcar com as consequências. Em agosto de 1890, ele alertou a Baring Brothers de que a empresa precisaria moderar as aceitações para seu agente argentino, S. B. Hales. No sábado, 8 de novembro, a Baring Brothers revelou a Lidderdale as sérias dificuldades que enfrentava. Temendo um pânico depois que a condição da Barings viesse a público, o Banco da Inglaterra reuniu-se com o erário público na segunda-feira, dia 10 de novembro, recusando a carta de indenização e preparando-se para o problema de obter assistência dos países estrangeiros (assunto do Capítulo 12). O Banco formou então um comitê liderado por Lorde Rothschild para tratar da questão do grande *overhang* dos títulos argentinos.

Conforme os dias foram passando, os rumores circularam, e as notas da Barings foram descontadas cada vez mais no Banco da Inglaterra. Na quarta-feira, Lidderdale soube que, embora a Baring estivesse solvente, ela ainda precisava de 8 a 9 milhões de libras. Na sexta-feira, John Daniel, o principal homem da Mullens & Co., usada pelo Banco da Inglaterra em operações de mercado aberto, conversou com Lidderdale, dizendo "você não pode fazer ou dizer, nada para acalmar as pessoas; elas estão convencidas de que algo horrível está acontecendo, e falando em nomes nas mais altas posições – as mais elevadas de todas!".[55]

Em 14 de novembro, Lidderdale reuniu-se com dois ministros do gabinete que representavam o erário público: os lordes Smith e Salisbury. Eles concordaram que o governo aumentaria imediatamente o seu saldo no Banco da Inglaterra e compartilharia com ele quaisquer perdas sofridas com papéis da Baring Brothers descontados entre as 14h de sexta e as 14h do sábado. Com base nesse acordo, Lidderdale reuniu-se com onze bancos privados para induzi-los a contribuir com um fundo que iria garantir os débitos das Barings, conseguindo convencer o Banco do Estado da Rússia em não sacar seus 2,4 milhões de libras em depósitos na Baring. Os bancos privados contribuíram com £ 3.250.000, mas isso incluiu 1 milhão do Banco da Inglaterra, além de £ 500.000 de três financiadores; a Glyn, Mills & Co., Currie & Co. e a Rothschilds. Lidderdale então usou esses compromissos para que cinco bancos de sociedade anônima de Londres concordassem em se juntar ao fundo de garantia com mais £ 3.250.000. Com base nessas garantias, o *The Times,* de 15 de novembro, anunciou que a Baring Brothers iria à falência, mas não haveria perdas. O trabalho do fundo de garantia continuou no sábado porque os diretores dos bancos de sociedade anônima precisavam se reunir para aprovar suas subscrições, o que foi feito antes das 11h. Então, às 16h, depois que outros bancos e instituições financeiras colaboraram, o fundo que, de manhã, correspondia a

7,5 milhões de libras passou para 10 milhões de libras. Por fim, atingiu 17 milhões de libras e foi considerado uma medida da força no sistema financeiro de Londres. O Martin's Bank estava em dificuldades com seus empréstimos para a Baring e para o Morriettas, outro banco envolvido com a Argentina, e então se uniu ao fundo de garantia contribuindo com £ 100.000 em 18 de novembro (terça-feira), tarde demais para que isso fosse de muito auxílio à Baring, mas cedo o suficiente para demonstrar ao mundo sua nova força.[56] Ao resumir esse episódio, Powell disse: "O Banco não é um lutador solitário que deve lutar ou se retirar, mas o líder da mais colossal reunião de poder financeiro que o mundo já testemunhou".[57]

Em 25 de novembro, uma nova empresa, a Baring Brothers & Co., Ltd, foi fundada como sociedade anônima com um capital de 1 milhão de libras. Pode ser interessante considerar a forma da garantia:

Fundo de Garantia
Banco da Inglaterra, novembro de 1890

> Em consideração dos adiantamentos que o Banco da Inglaterra concordou em fazer *à* Baring Brothers & Co., para permitir que ela liquide no vencimento seus débitos existentes na noite de 15 de novembro de 1890, ou decorrentes de negócios iniciados em 15 de novembro de 1890 ou antes.
>
> Nós, os subscritos, aqui concordamos, cada indivíduo, empresa, ou companhia, por si próprio(s), e até o valor anotado ao lado do seu nome(s), em compensar o Banco da Inglaterra de qualquer prejuízo que possa surgir caso o Banco determine que a liquidação final dos débitos da Baring Brothers & Co. tenha sido definida na opinião dos presidentes como praticável.
>
> Todos os garantidores devem contribuir proporcionalmente, e nenhum indivíduo, empresa ou companhia deve ser convocado a fazer sua contribuição sem que a mesma convocação seja feita para os demais.
>
> O período máximo até o qual a liquidação pode se estender é de três anos, começando em 15 de novembro de 1890.[58]

O resgate da Long-Term Capital Management em setembro de 1998 contrasta com o caso da Baring. Willian McDonough, presidente do Banco da Reserva Federal em Nova York, induziu catorze grandes bancos de investimentos, incluindo Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, J. P. Morgan, Chase Manhattan Bank e o Union Bank of Switzerland a fornecer US$ 3,6 milhões de capital para impedir o colapso da LTCM e, em troca, eles adquiriram 90% de seu patrimônio.[59] Essas empresas eram grandes credoras da LTCM, por isso o "resgate" envolveu uma mudança de sua reivindicação legal sobre a Long-Term. O BC norte-americano receava que uma eventual falência da LTCM paralisaria os mercados por causa da necessidade de desfazer sua grande posição em contratos futuros, opções e outros tipos de derivativos.

10.11 Garantia de depósito

Desde 1934, a garantia federal dos depósitos nos Estados Unidos impede as corridas aos bancos mediante uma garantia preventiva dos depósitos. Inicialmente, os depósitos eram garantidos até US$ 10.000, mas gradualmente o teto foi elevado e, finalmente, atingiu US$ 100.000 – e depois US$ 250.000, durante a crise de 2008. Ao verificar que os grandes bancos enfrentavam problemas, a FDIC removeu todos os limites sobre os valores dos depósitos cobertos pela garantia para impedir corridas iminentes aos bancos, e estabeleceu na prática que os bancos com muitos depósitos acima de US$ 100.000 eram "grandes demais para falir", embora os acionistas deles provavelmente perderiam todo o seu dinheiro – assim como os proprietários de débito subordinado desses bancos, que poderiam perder muito ou mesmo todo o seu dinheiro. Os depósitos das filiais estrangeiras desses bancos se tornaram implicitamente garantidos, embora os bancos não tivessem pagado prêmios de garantia de depósito nos seus depósitos estrangeiros. Embora esta garantia tenha sido criada para impedir corridas aos bancos ao cuidar do "homem comum", na prática, esse teto havia sido elevado aos céus.[60]

Quando o limite da garantia dos depósitos era de US$ 100.000, os "corretores de depósito" organizavam a colocação de grandes valores em depósitos garantidos. O indíviduo X poderia ter um depósito garantido de US$ 100.000, assim como sua esposa Y; juntos, ainda poderiam ter um terceiro depósito garantido do mesmo valor – e seguir a mesma estratégia no banco do outro lado da rua.

O efeito dessa inovação foi proporcionar uma garantia para indivíduos ricos e, assim, contornar o objetivo do teto. Além disso, ela encorajava os bancos a conceder empréstimos mais arriscados, já que eles estavam certos de sua proteção contra corridas dos proprietários dos maiores depósitos – se esses empréstimos mais arriscados se mostrassem lucrativos, os proprietários dos bancos se beneficiariam, e se os empréstimos não fossem pagos, os proprietários não precisariam se preocupar (embora o valor de mercado das suas ações pudesse cair e, até mesmo, se tornar sem valor).

A implosão da bolha dos anos 1990 no Japão gerou uma rápida queda nos empréstimos dos bancos sediados em Tóquio e Osaka e nos diversos centros regionais, que ficaram abaixo do valor de seus passivos. Contudo, não houve corridas aos bancos. Os depositantes estavam confiantes de que seriam socorridos pelo governo se qualquer um dos bancos fosse fechado.

A garantia de depósito limitou as corridas às instituições financeiras e consequentemente o contágio em outros bancos vizinhos. O que explica a anterior relutância em fornecer garantias?

Na longa tradição dos Estados Unidos, o sistema bancário livre, e até mesmo selvagem, era a regra. Qualquer um poderia abrir um banco, e muitos o faziam. Os riscos eram grandes, e a rotatividade dos bancos, rápida. Uma garantia dos depósitos dos banqueiros iria constituir uma licença para especular – se não para roubar – e teria eliminado a ameaça do saque dos depósitos, o principal controle à irresponsabilidade dos banqueiros. As garantias dos depósitos foram rejeitadas com base no argumento de que contribuiriam para uma sistema financeiro ruim, mas, em 1933, o conselho dos administradores da Reserva Federal não estava preparado para recomendar tal garantia, ou quaisquer outras medidas na véspera de um feriado bancário federal.[61]

A Federal Deposit Insurance Corporation tinha um excelente histórico financeiro até os anos 1970. Os prêmios das garantias dos depósitos que ela coletava eram muito maiores do que a quantia paga para compensar as perdas quando os bancos fossem à falência. Do início de 1934 até 1970, somente um banco com depósitos de mais de 50 milhões de dólares faliu; a maioria das falências aconteceu em bancos com depósitos de menos de 5 milhões dólares. Na maioria dos casos, a FDIC conseguiu as aquisições dos bancos falidos para que os indivíduos e empresas com depósitos acima dos valores máximos garantidos não sofressem perdas.

A partir do início dos anos 1970, os problemas financeiros da FDIC e os da Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) acumularam-se rapidamente conforme mais bancos e instituições de poupança foram fechados. A FDIC resgatou um grande número de bancos, incluindo dois gigantes: o Continental Illinois Bank of Chicago e o First Republic Bank of Dallas. Honrar a garantia de depósitos custou a essas agências bilhões de dólares. O procedimento operacional padrão era fechar o banco ou a instituição de poupança quando seu capital fosse esgotado, e então criar um "bom banco" a partir da instituição resgatada enquanto os ativos restantes da instituição falida eram retidos para uma futura venda por outra agência governamental recém-criada, a Resolution Trust Corporation (RTC). As duas agências de seguro sofreram perdas tão grandes ao honrar suas garantias que seu capital e reservas foram exauridos, e então tomaram empréstimos com o Tesouro dos Estados Unidos. No início dos anos 1990, estimava-se as perdas dos contribuintes norte-americanos em 150 bilhões de dólares; porém, o aumento na taxa de crescimento do país indicou que a RTC recebeu mais dinheiro do que o previsto da venda de bens dados como garantia e empréstimos ruins. Assim, as perdas somariam pouco mais de 100 bilhões de dólares.[62] Houve algumas dúvidas sobre qual parte desse custo para os contribuintes poderia ser reduzido pelo aumento dos prêmios dos seguros sobre depósitos bancários – uma sugestão à qual os bancos sadios se opuseram veementemente.[63]

Durante a crise de 2008, o governo dos Estados Unidos estendeu o seguro dos depósitos para os fundos do mercado monetário, pois receava que os proprietários desses fundos transfeririam seu dinheiro para bancos cujos depósitos fossem garantidos pela FDIC. Os fundos do mercado monetário seriam então obrigados a vender ativos, e sua rápida venda iria depreciar seus preços; assim, o valor líquido dos ativos de alguns fundos do mercado monetário recuaria abaixo de US$ 1 – o que iria disparar uma grande e justificada corrida.

10.11 Notas do erário público

Um antigo dispositivo, similar ao empréstimo de dinheiro para uma empresa em dificuldades, era a emissão de títulos negociáveis para a empresa, com garantias apropriadas (obviamente, quando os mercados se fragmentam, pois mesmo os títulos mais líquidos podem não ser prontamente vendidos). Os títulos podiam ser privados e públicos, e esses dois tipos eram parte do complexo pacote reunido por Hamburgo em 1857. Em 1763 e 1799, em um sistema igualmente complexo e improvisado de apoio, as notas do almirantado também eram uma

característica integral.[64] O maior desenvolvimento dessa pratica, entretanto, se deu quando da emissão de notas do erário público na Grã-Bretanha em 1793, 1799 e (sem entusiasmo) em 1811 – solenemente rejeitadas em 1825.

A nota do erário público é largamente considerada uma ideia de *Sir* John Sinclair, embora possa sua origem possa estar ligada ao Banco da Inglaterra. Em 22 de abril de 1793, os líderes do centro financeiro de Londres reuniram-se com o primeiro ministro, William Pitt, para pensar em modos de combater a crise que se originou da falência de cem dos trezentos bancos rurais e a calamitosa queda dos preços das *commodities*. No dia seguinte, onze membros desse grupo se reuniram na Mansion House para formular o esquema de assistência do Estado. De acordo com Clapham, não se sabia ao certo o que o governo deveria fazer. Então, surgiu a ideia de emitir 3 milhões de libras em notas do erário público, um total que foi depois elevado pelo parlamento para 5 milhões de libras a serem emitidas para mercadores, tendo como garantia bens que eles poderiam armazenar nos depósitos da alfândega. Uma característica adicional do plano era emitir notas de £ 5 – o valor mínimo anterior era de £ 10 – para economizar no uso de moedas de ouro e prata. As notas do erário público foram emitidas por comissários especiais, e não pelo Banco da Inglaterra; um valor correspondente a £ 70.000 foi imediatamente enviado para Manchester, e uma quantia igual foi remetida a Glasgow. O dispositivo funcionou como mágica, de acordo com MacPherson; registrou-se que 338 empresas se inscreveram para receber 3 milhões de libras do total. Um total de 2,2 milhões de libras foi concedido a 228 empresas, das quais somente duas posteriormente foram à falência. Inscrições para mais de 1,2 milhões de libras foram sacadas depois que o pânico diminuiu.[65]

Em 1799, o pânico de Hamburgo teve um eco em Liverpool, e as notas do erário público foram usadas novamente. O parlamento forneceu £ 500.000 nelas, usadas somente em Liverpool, contra 2 milhões de libras de bens armazenados em depósitos.[66]

Em 1811, a questão foi levantada novamente. Foi nomeada uma comissão investigadora sobre o estado do crédito comercial, e, entre seus membros, estavam Henry Thornton, *Sir* John Sinclair, *Sir* Thomas Baring e Alexander Baring. O relatório do comitê, completado em uma semana, registrou as dificuldades dos exportadores e importadores das Índias Ocidentais e da América do Sul, além das pilhas de bens a serem enviados para o Báltico estocados em armazéns de Londres, e ainda recomendava uma nova emissão de 6 milhões de libras em notas do erário público. O apoio a esse relatório foi moderado na Casa dos Comuns devido ao excesso de comércio na América do Sul. A oposição, embora compreendendo as dificuldades, duvidou se resgatar os especuladores era algo prudente. William Huskisson, que mais tarde deixou sua marca como presidente da junta comercial, afirmou que o mal veio do crédito fácil demais:

> Os cavalheiros não viram que a corrida dos velhos mercadores ingleses, que nunca puderam se convencer a ir além do seu capital, foi superada por um conjunto de especuladores loucos e extravagantes, que nunca paravam enquanto pudessem obter crédito, e que pessoas de capital notoriamente pequeno haviam agora eclipsado aquele capital de maior consequência, e as especulações agora tinham lugar mesmo nos menores artigos do comércio [...]. Se o auxílio dado fosse usado para maior especulação, ele iria somente agravar o mal – e temia que isso pudesse ocorrer –; nesse caso, a média atual iria somente somar seis milhões à circulação e aumentar os preços de todas as nossas *commodities*.[67]

Smart fez o mais completo relato do debate e notou que muitos criticaram a medida, embora poucos fossem ousados o suficiente para negá-la. No final, a proposta foi aceita mas poucas inscrições foram feitas, e somente 2 milhões de libras foram adiantados. “Poucas das pessoas que se encontravam em circunstâncias embaraçosas foram capazes de proporcionar a segurança desejada, e é difícil ver a solução em se permitir, pelos adiantamentos, a produção de mais bens quando o mal era justamente não haver mercado para eles.”[68]

10.12 Sorte: um arremate

A sorte já agiu com eficácia na assistência a um banco em dificuldades. Wirth escreveu que a Brothers Kauffman, em Hamburgo, estava falindo durante a crise de 1799, quando um dos irmãos enviou para sua noiva um bilhete da loteria da cidade, que foi premiado com 100 mil marcos banco. Ela comprou um bilhete com o mesmo número em outra loteria do ducado de Mecklenburg, cujo prêmio era uma propriedade no valor de 50.000 *thalers* prussianos – na época, o equivalente a 100 mil marcos banco – e então ganhou novamente. Assim, a Brothers Kauffman foi totalmente reabilitada.[69]

Talvez as chances para a solução de uma crise global sejam maiores em Las Vegas.

O emprestador doméstico de última instância

O MARCO NO DESENVOLVIMENTO da “arte dos bancos centrais” nos últimos duzentos anos foi a evolução do conceito de emprestador de último recurso ou instância. A expressão vem do francês *dernier ressort*, e se concentra na última jurisdição legal à qual um requerente pode fazer um apelo. Agora, a ênfase do termo é nas responsabilidades do emprestador e não nos direitos dos tomadores de empréstimos.

A ideia é que o emprestador de última instância pode e deve impedir uma corrida dos depositantes e outros investidores de ativos reais e ativos financeiros não líquidos em busca de dinheiro ao fornecer a quantidade de dinheiro necessária para satisfazer a demanda. Há uma “oferta de dinheiro elástica”, que se expande para atender a demanda durante os pânicos. Quanto dinheiro? Para quem? Em que termos? Quando?

O dilema do emprestador de última instância – o argumento do risco moral – é que, se os proprietários e administradores dos bancos acreditarem que ajudarão suas empresas em momentos de dificuldades, elas serão menos cautelosos na concessão dos empréstimos durante o próximo *boom*. O fato de o bem público estar sempre disponível com o emprestador de última instância enfraquece a responsabilidade dos emprestadores privados em garantir que eles realizem empréstimos “sadios”. Entretanto, se, em um pânico, a fuga dos títulos e *commodities* para o dinheiro não puder ser interrompida, a falácia da composição toma o centro do palco. A venda desses ativos pelos investidores leva a quedas em seus preços com a consequência de que um grande número de empresas anteriormente solventes e bem capitalizadas pode ser arrastado para a falência.

Tem-se feito oposição contínua ao emprestador de última instância. O ministro do tesouro público de Napoleão, François Nicholas Mollien, escreveu severamente contra os instintos intervencionistas do seu mentor, que queria poupar os fabricantes prejudicados pelo Sistema (ou Bloqueio) Continental. Ele afirmou que seguir essa direção apenas afundaria mais e mais o Tesouro.[1] Louis Antonie Garnier-Pagès, ministro francês das finanças em 1848, alegou depois que era útil precipitar uma crise para torná-la menos durável: “Não faça nada para salvar a *rente*, limpe os estoques, venda mercadorias”. A política, afirmou ele, contribuiu para o brilho da recuperação francesa de 1850 a 1852.[2] Murray Rothbard disse que “qualquer

apoio a posições incertas atrasa a liquidação e agrava as condições insalubres".[3] A formulação mais incisiva foi a de Herbert Spencer: "O resultado final de blindar um homem dos efeitos da imprudência é povoar o mundo com tolos".[4]

Tal ponto de vista é compreensível de uma perspectiva darwiniana.

11.1 Origem do conceito

O desenvolvimento do emprestador de última instância evoluiu da prática do mercado. Ashton afirmou que o Banco da Inglaterra já era o emprestador desta instância no século XVIII,[5] embora essa declaração não corresponda inteiramente à sua declaração de que "muito antes que as regras para tratamento das crises fossem estabelecidas pelos economistas, se reconhecia que o remédio (para uma crise financeira) era uma emissão emergencial de algum tipo de documento que os banqueiros, mercadores e público geral pudessem aceitar, feita pela autoridade monetária (o Banco da Inglaterra ou o governo britânico). Quando isso foi feito, o pânico foi dissipado".[6]

A indecisão de definir o banco central ou o governo como a autoridade monetária final permanece até hoje e qualifica a declaração de que o Banco da Inglaterra emergiu como emprestador de última instância nos anos 1700. E.V. Morgan defendia que a percepção dessa responsabilidade pelo Banco da Inglaterra foi atrasada pela ação do governo em emitir notas do erário público em 1793, 1799 e 1811, e que o Banco assumiu o papel de emprestador de última instância somente gradualmente durante a primeira metade do século XIX "apesar da oposição dos teóricos".[7] O mesmo processo evolucionário pode ser visto no Banco da França. Em 1833, a maioria do Conseil General anulou tanto a ideia de Hottinguer de uma política de controle no modelo inglês quanto o apelo de Odier por uma política inteiramente nova e concluiu que a principal função do Banco da França era defender o franco francês. Os fluxos de saída de capital não deveriam ser temidos, nem as taxas de juros mantidas artificialmente baixas ou a especulação seria encorajada e as crises, intensificadas. Quando acontecesse uma crise, o Banco deveria proporcionar descontos abundantes e baratos para moderar sua intensidade e reduzir sua duração.[8]

O papel do emprestador de última instância não foi respeitado pelos teóricos até que a *Lombard Street,* de Bagehot, apareceu em 1873, embora *Sir* Francis Baring chamasse a atenção para a ideia no fim do século XVIII.[9] Além disso, o clássico de Thorton, *Paper Credit*, desenvolveu a doutrina e os contra-argumentos na sua discussão dos problemas financeiros dos bancos rurais ingleses.[10]

Bagehot traçou a origem da doutrina até David Ricardo no seu testemunho ante o comitê parlamentar de inquérito de 1875: "A doutrina ortodoxa estabelecida por Ricardo é que há um período de pânico no qual as restrições sobre a emissão de moeda devem ser removidas".[11] Bagehot articulou a doutrina no seu primeiro artigo publicado, escrito em 1848, quando ele comentou sobre a suspensão do Bank Act de 1844 no pânico de 1847:

> É um grande defeito da circulação puramente metálica o fato de sua quantidade não poder ser prontamente ajustada para qualquer demanda súbita [...]. Agora, como o papel-moeda pode ser fornecido em quantidades ilimitadas, não importa o quanto a demanda tenha sido súbita, não nos parece que haja, por princípio, emissões súbitas de papel-moeda para atender extensões súbitas e grandes na demanda [...]. O abuso desse poder de emitir notas é extremamente perigoso [...]. Ele deve ser usado somente em casos raros e excepcionais.[12]

Alguns analistas continuam a rejeitar a doutrina, e mentes poderosas argumentaram a favor dos dois lados da questão. Deveríamos nos preocupar com o pânico atual ou com o próximo *boom*, com a condição ou o princípio? "Existem momentos em que as regras e precedentes não podem ser quebrados. Em outros, não se pode obedecê-los com segurança".[13]

O dilema é que quebrar as regras cria um novo precedente e uma nova regra. Lorde Overstone, o distinto teórico da Escola Monetarista, se opôs firmemente à expansão da oferta de dinheiro em uma crise, mas admitiu relutantemente que um pânico pode exigir "esse poder, que todos os governos necessariamente possuem, de exercer interferência especial em casos de emergências imprevistas e grandes necessidades de Estado".[14] Em uma ocasião, ele produziu uma sonora defesa metafórica: "Há um antigo provérbio oriental que diz 'você pode, com um punhal, interromper uma nascente, que se continuar a fluir, irá varrer cidades inteiras no seu curso' ".[15] Friedman e Schwartz também flertaram metaforicamente com a doutrina do emprestador de última instância:

> A história detalhada de todas as crises bancárias na nossa história mostra como é importante a presença de um ou mais indivíduos destacados dispostos a assumir a responsabilidade e liderança [...]. O colapso econômico muitas vezes tem as características de um processo cumulativo. Deixe-o ir além de certo ponto, e ele tenderá a ganhar força por algum tempo com seu próprio desenvolvimento [...]. Não é porque é desnecessária uma grande força para conter a pedra que inicia um deslizamento que esse não será de grandes proporções.[16]

O paradoxo é equivalente ao dilema do prisioneiro. Os bancos centrais deveriam emprestar livremente para interromper o pânico, mas deixar o mercado por conta própria para reduzir a probabilidade de pânicos futuros. Um dilema: na verdade, a inevitabilidade domina a contingência; o hoje vence o amanhã.

O Bank Act de 1844 representou uma vitória para a Escola Monetarista, que defendia uma oferta fixa de dinheiro, sobre a Escola Bancária, que achava útil a oferta de dinheiro aumentar conforme a saída e o comércio crescessem. As duas escolas preocupavam-se com o longo em vez do curto prazo, e nenhuma delas aprovava o aumento da oferta de dinheiro como expediente temporário para resolver uma crise. Quando o Bank Act estava sendo considerado, a ideia de que o governo detém o poder de suspender suas provisões em uma emergência foi rejeitada. Depois de 1847 e, novamente, após 1857, quando se mostrou necessário suspender o Bank Act e emitir mais dinheiro como última instância, o parlamento conduziu inquéritos para determinar se havia necessidade de mudar a legislação. Os dois inquéritos então concluíram que não era desejável uma provisão pronta para suspender a lei, embora a suspensão tenha sido útil e necessária. Para limitar a criação de precedentes, os corretores que haviam feito empréstimos súbitos "precisando de adiantamentos incalculáveis em 1857 ouviram que não deveriam esperar isso novamente".[17] O princípio de seguir uma regra, mas quebrá-la, se necessário, era tão amplamente aceito que, depois da suspensão em 1866, não

houve demanda por uma nova investigação.

Nos anos 1850, Jellico e Chapman propuseram regras para o ajuste da taxa de descontos do Banco da Inglaterra em relação ao estado das suas reservas usando uma fórmula matemática que foi incorporada à legislação. Wood os criticou por não compreenderem realmente as transações e procedimentos bancários.[18] Robert Love, presidente do erário público em junho de 1875, apresentou um projeto de lei que autorizava um aumento temporário nas notas do Banco da Inglaterra em troca de títulos (sob certas contingências, incluindo o pânico), uma taxa bancária acima de 12% e câmbio favorável. O projeto foi apresentado e lido pela primeira vez em 12 de junho, mas nunca foi lido novamente e acabou retirado em julho.[19] Concordou-se que regras rígidas não podiam ser utilizadas. O *The Economist* e Bagehot achavam apropriado que o Banco da Inglaterra – e não os próprios bancos – deveria manter as reservas necessárias para conduzir o país por um pânico. O Senhor Hankey, um ex-presidente do Banco, chamou isso de "a doutrina mais perniciosa jamais abordada no mundo monetário bancário desse país. É função do Banco da Inglaterra manter o dinheiro disponível a todo o momento para suprir as demandas dos banqueiros que indisponibilizaram seus próprios ativos".[20] Entretanto, o público ficou ao lado de Bagehot e da prática contra Hankey e a teoria. Se a expansão do crédito em períodos de *boom* não puder ser controlada, então devem ser adotadas medidas para impedir a contração do crédito nas crises.

11.2 Quem é o emprestador de última instância?

Já foi observada a falta de um acordo claro na Grã-Bretanha dispondo se o Tesouro deveria aliviar os pânicos por meio da emissão de títulos do erário público ou se, em vez disso, o Banco da Inglaterra deveria descontar livremente ativos, trocando por dinheiro com uma taxa de penalidade, mesmo se for necessário suspender os limites impostos pelo Bank Act de 1844. A incerteza sobre as respostas a essas questões pode ser boa, além da dúvida em saber se as autoridades governamentais devem resgatar empresas em dificuldades e se esse resgate virá a tempo. Assim, não havia provisão explícita para um emprestador de última instância na Grã-Bretanha e nenhuma regra fixa sobre que agência deveria preencher esse papel. Em 1825, o erário público não era a agência selecionada; a tarefa foi dada resolutamente ao Banco da Inglaterra, cuja aceitação relutante foi a "resposta mal-humorada de homens forçados a algo".[21] Em 1890, as garantias foram usadas no lugar do Banco ou do erário. Gradualmente, a responsabilidade desenvolveu-se no Banco, o que levou Alfred Marshall a escrever que "sua diretoria passou a ser considerada no país e no exterior como um comitê de segurança dos negócios ingleses em geral".[22]

Nos anos 1830, o Banco da França concordou que tinha responsabilidades em momentos de crise mas achou que também tinha outras, como garantir o monopólio da circulação de notas bancárias – e assim deixou os bancos regionais falirem em 1848 e depois os converteu em subsidiários (*comptoirs*). As províncias temiam Paris, pois, em uma crise, a cidade

poderia cuidar das próprias necessidades primeiro à custa das outras regiões; por isso, reivindicavam o privilégio da emissão de notas. Mas depois que o Banque du Havre precisou de assistência, adquiriu seu próprio banco e fez muitos empréstimos industriais sem liquidez, incluindo alguns para estaleiros e importadores de algodão, foi a Paris, em 1848, em busca de ajuda. No entanto, "o retorno não foi glorioso. O Banco da França foi impiedoso",[23] pois se recusou a fazer empréstimos baseados em hipotecas, dizendo: "Os estatutos proíbem isso, e você se recusou a aceitar um *comptoir*".[24]

O Banco da França pairou sobre essa questão mesmo quando queria destruir os bancos regionais. Da América, Chevalier observou que o Banco da França havia descontado livremente em 1810, 1818 e 1826 – com Jacques Laffitte como presidente nos primeiros dois anos –, fazendo grandes esforços para sustentar o comércio. Mas o Banco não teve a mesma coragem na crise de 1831-1832.[25] Em 1830, depois da revolução, a tarefa foi deixada para as autoridades locais. Um banco regional, conduzido com honestidade mas não com prudência, ameaçou causar uma crise provincial. O receptor geral encarregou-se de descontar seus documentos duvidosos, aparentemente depois de consultar Paris, onde, como Thiers testemunhou, depois de "reflexão madura, o bem público foi colocado acima do bem do ministro das finanças, M. Louis", "com resultados felizes", ou seja, o colapso do banco e as perturbações resultantes foram evitados.[26]

Quando o Banco da França obteve o monopólio da emissão de notas e converteu os bancos regionais em filiais suas, começou a agir como emprestador de última instância. Seus estatutos exigiam que ele descontasse somente documentos com três nomes. A tarefa seria apresentar nomes aceitáveis. Sessenta *comptoirs d'escompte* (bancos de desconto) foram estabelecidos por toda a França, além de diversos *sous-comptoirs* (subsidiário que depende de um grande subsidiário) organizados por diversas filiais de negociação para manter estoques de mercadorias e emitir documentos baseados nelas. Com os nomes do mercador, do *sous-comptoir* e de um *comptoir*, o Banco da França poderia descontar o documento e aliviar a crise de liquidez. Louis Raphael Bischoffsheim da Bischoffsheim & Goldschmidt zombou da exigência de três nomes: "O número não é importante. Com assinaturas ruins é possível coletar dez em lugar de três. Eu prefiro uma boa assinatura a vinte ruins".[27] Quando a crise acabou, diversos dos *comptoirs* foram assumidos por banqueiros, mercadores e industrialistas e tornaram-se bancos regulares. O mais famoso do grupo, o Comptoir d'Escompte de Paris, assumiu seu lugar entre os principais bancos do país.[28]

O Crédit Mobilier dos irmãos Pereire não foi salvo em 1868, pois o Banco da França se recusou a descontar seus documentos, o que poderia ser interpretado como vingança do estabelecimento contra um *outsider*, como punição por não ter sido concedida ao Banque de Savoie a emissão de notas para o Banco da França quando os Pereire assumiram o banco da Saboia depois de a região ter sido cedida para a França pela Itália em 1860.[29] A interpretação alternativa diz que isso foi a recusa inteiramente normal de um emprestador de última instância em salvar uma instituição insolvente.[30] Cameron acusa o Banco da França de conduzir uma guerrilha contra os irmãos Pereire no interesse de uma disputa entre os Rothschilds e os Pereires que durava desde os anos 1830.[31]

O Banco da França e os banqueiros de Paris não resgataram a Union Générale em 1882, mas, sete anos depois, resgataram o Comptoir d'Escompte de Paris. Os críticos do Banco da França atribuem a diferença de resultados à venalidade. Uma posição menos emotiva diz que a falência de um segundo grande banco em sete anos poderia ter destruído completamente o sistema bancário francês, e por isso Rouvier, o ministro das finanças, adotou as medidas necessárias para que o Banco da França e os bancos de Paris adiantassem 140 milhões para o Comptoir d'Escompte.[32] Na operação da Union Générale, como observado em um capítulo anterior, os bancos de Paris sacaram da atividade especulativa quando essa começou a atingir um pico em agosto de 1881, e adiantaram 18,1 milhões de francos para a Union Générale, depois da quebra em janeiro seguinte, para permitir uma liquidação mais ordenada em vez de ter que salvar o banco.[33] Liderado pelos Rothschilds e Hottinguers, e incluindo o Comptoir d'Escompte e a Societé Générale (mas não o rival do Lyons em Bontoux, o Crédit Lyonnais), o consórcio representava o *establishment* segundo o qual não era realmente necessário diferenciar entre o Banco da França, os principais bancos privados (*hautes banques*) e os de depósito.

Em 1763, na Prússia, o rei era o emprestador de última instância. Em 1848, diversas agências estatais, incluindo o Banco Prussiano, o Seehandlung e a loteria prussiana tentaram em vão ajudar o banco de Colônia, A. Schaaffhausen, antes que ele fosse autorizado a se reorganizar como banco de sociedade anônima. Na ausência de um banco central em 1763, 1799 e 1857, o governo da cidade de Hamburgo, a câmara de comércio e os bancos – enfim, todas as agências de financiamento – tomaram parte da operação de resgate.

A experiência dos Estados Unidos é especialmente pertinente para a questão da identidade do emprestador de última instância. Houve alguma indecisão em definir se o Primeiro ou o Segundo Banco dos Estados Unidos seria o emprestador de última instância, apesar de ambos serem definidos em cada caso como o instrumento selecionado. Em diversas ocasiões, o Tesouro dos Estados Unidos assistiu os bancos ao aceitar recibos da alfândega em notas pré-datadas para trinta dias (1792), fazer depósitos especiais de fundos governamentais nos bancos em dificuldades (1801, 1818 e 1819) e relaxar a exigência de que um banco comercial fizesse pagamentos ao Banco dos Estados Unidos em espécie (1801).[34] Depois de não conseguir renovar a licença do Segundo Banco dos Estados Unidos em 1833, o Tesouro norte-americano ficou ainda mais ocupado, tanto antes quanto depois da aprovação da lei de 1845, a qual exigia que o Tesouro mantivesse seus fundos fora dos bancos. Em tempos de crise e de escassez causada pelos movimentos das colheitas, o Tesouro norte-americano pagaria adiantado os juros ou o principal de suas dívidas, faria depósitos em bancos e se ofereceria para aceitar títulos diferentes das obrigações do governo como garantia para depósitos de fundos governamentais. Os bancos começaram a procurar o secretário do tesouro em busca de ajuda em emergências e para aliviar os períodos de escassez. No último trimestre de 1872, o secretário do tesouro George S. Boutwell atuou como emprestador de última instância ao emitir *greenbacks* (dólares) que haviam sido recolhidas – o que pode ter sido ilegal. Seu sucessor, William A. Richardson, fez o mesmo um ano depois.[35]

O Tesouro norte-americano podia absorver dinheiro em depósitos e pagar com dinheiro excedente que havia adquirido previamente, mas, fora desse período de *greenback*, não podia

criar dinheiro. Assim, o Tesouro não era satisfatório como emprestador de última instância, a menos que aumentasse suas reservas de dinheiro com excedentes orçamentários. Em 1907, quando estas estavam baixas, o Tesouro emitiu novas obrigações – US$ 50 milhões do Canal do Panamá, que eram elegíveis para uso como garantia de notas bancárias nacionais, e US$ 100 milhões em títulos de crédito a 3% – que atrairiam o dinheiro e a espécie já existente de "baixo dos colchões". No fim, a crise foi evitada por um fluxo de mais de US$ 100 milhões vindos da Grã-Bretanha.[36]

Além disso, os dispositivos usados para lidar com uma crise são *ad hoc.* Uma análise da crise de 1857 sugeriu que o governo federal era incapaz de intervir com eficácia e que o público, incluindo os bancos, foi deixado sem orientação para enfrentar a crise.[37] De fato, a intervenção mostrou-se excessiva e ocorreu muito cedo.

O complexo histórico do envolvimento do Tesouro norte-americano faz considerar se não seria melhor que o mercado regulasse a si próprio – e também o modo como isso seria feito. O. M. W. Sprague, o historiador das crises sob o Sistema Bancário Nacional para a Comissão Aldrich de 1910, acreditava que os bancos deveriam ter assumido a responsabilidade de garantir que tinham reservas o suficiente para atender todas as necessidades. Mas Sprague foi vago sobre quais bancos deveriam assumi-la ou por que a tarefa deveria recair sobre eles na ausência de uma responsabilidade definida na legislação. Um obrigação? Um dever? Diversas declarações de Sprague indicam por que um número limitado de bancos de Nova York tinha a obrigação de estabilizar o sistema e comportar-se de modo diferente dos outros:

> Durante o período anterior à crise de 1873, mais ou menos 15 dos 50 bancos de Nova York tinham praticamente todos os depósitos na cidade, e sete deles mantinham entre 70 e 80% desses depósitos. Esses sete bancos eram diretamente responsáveis pelo funcionamento satisfatório do maquinário de crédito do país.[38]
>
> Deve-se sempre lembrar que na ausência de qualquer instituição central importante, como as existentes em outras nações comerciais, os bancos associados são o último recurso nesse país em momentos de situações financeiras extremas, e a prosperidade nacional depende muito da sua estabilidade e conduta correta (do relatório da Clearing House de Nova York de 11 de novembro de 1873).[39]
>
> A característica fundamental do nosso sistema bancário foi ilustrada [em 1890]: para quaisquer exigências extraordinárias de dinheiro as reservas dos bancos do país são um ativo não aproveitado. Foram novamente apresentadas evidências que deveriam ter convencido as instituições da pesada responsabilidade que elas assumiram ao atrair as reservas de outros bancos.[40]
>
> Os bancos de Nova York não mantêm normalmente as grandes reservas exigidas pelas responsabilidades das suas posições.[41]
>
> [...] Houve a possibilidade de que a contração dos empréstimos por bancos de fora, companhias truste e financiadores estrangeiros pudessem ocorrer ao mesmo tempo, o que criaria uma situação [...] quase impossível se, em tempos normais, os bancos das câmaras de compensação não tomassem extremo cuidado e mantivessem grandes reservas.[42]
>
> O fato de os bancos que mantêm a reserva final do país não cumprirem as responsabilidades da sua posição é evidente de outro modo. Embora o momento exato da eclosão da crise de 1907 não pudesse ser previsto, a iminência de um período de reação comercial já era provável há meses; assim, seria razoável esperar que esses bancos, se não os bancos e público em geral, tomassem medidas preventivas.[43]
>
> Os bancos de fora não sentem nenhuma responsabilidade pelo curso do mercado. Eles naturalmente irão sacar seu dinheiro quando os negócios em casa exigirem mais dos seus fundos ou quando eles não confiarem no futuro desse mercado. Torna-se, portanto, necessário que os bancos locais sejam capazes de suportar, a qualquer momento, pelo menos parte dos empréstimos que podem ser liquidados por bancos de fora, e também de fornecer o dinheiro que eles têm o

poder de levar para longe.[44]

> É certamente um elemento de fraqueza do nosso mercado monetário que as instituições de crédito influentes precisem ser arregimentadas a fazer o que, afinal, é do seu próprio interesse, além de ser para o bem geral.[45]

> [...] [é] sentimento comum entre os banqueiros de Nova York de que não é razoável esperar que eles enviem fundos advindos do produto dos empréstimos feitos no mercado de Nova York aos bancos de fora, [fundos que são] liquidados em uma emergência [...] Deve-se lembrar, entretanto, que se assume responsabilidade em troca das vantagens dadas aos bancos de Nova York por sua posição peculiar. Londres mantém sua posição de comando porque se sabe que o dinheiro emprestado lá pode ser recuperado imediatamente. De modo similar, Nova York não estará cumprindo as obrigações da sua posição como centro monetário doméstico, sem falar das suas futuras responsabilidades internacionais, enquanto for incapaz ou não estiver disposto a atender nenhuma requisição de saque, mesmo que não seja razoável, que possa ser feita legalmente.[46]

Sprague acreditava que o mercado precisava de um estabilizador e que os bancos não poderiam depender do Tesouro norte-americano para ajudar a atender as necessidades sazonais de dinheiro, mas também não achava que os maiores e mais lucrativos bancos dos Estados Unidos deveriam assumir essa responsabilidade. Estes deveriam estar cientes das necessidades sazonais de moeda, da possibilidade de que os bancos de fora da cidade pudessem sacar seus depósitos e do estado do balanço de pagamentos com o exterior. Nem todas as instituições financeiras de Nova York deveriam assumir essa responsabilidade, mas somente aquelas com interesses em depósitos fora da cidade ou os maiores, ou ainda as que tinham conexões próximas com o mercado de ações, além dos membros principais da Câmara de Compensação de Nova York.

Os principais banqueiros de Nova York chegaram a uma conclusão diferente. Eles acreditavam que as dificuldades surgiam devido à falta de elasticidade na oferta de dinheiro, e assim caíram na armadilha da Escola Bancária. Essa era a doutrina das notas reais, a ideia de que a oferta de dinheiro deveria expandir-se ou contrair de acordo com as mudanças no oferecimento de notas comerciais, que representavam bens negociados no comércio doméstico ou internacional. Assim, os aumentos na oferta de dinheiro não seriam inflacionários e teriam a elasticidade necessária enquanto fossem descontados em bancos e redescontados no banco central. Não poderia haver dúvida: “As leis financeiras são bem conhecidas, e tão certas na sua operação quanto as leis da física”.[47] A lição que Frank Vanderlio, Myron T. Herrick, William Barret Ridgely, George E. Roberts, Isaac N. Seligman e Jacob H. Schiff tiraram do pânico de 1907 foi a necessidade de um banco central que pudesse responder a aumentos na demanda de moeda produzindo mais moeda.[48]

Alguma ambiguidade sobre quem teria a responsabilidade final pelo suprimento de moeda pode ser útil, porque deixa alguma incerteza e permite que os banqueiros sejam mais independentes – desde que não haja incerteza suficiente para que o mercado fique desorientado. Em Londres, era vagamente compreendido que não haveria provisão formal de um emprestador de última instância, mas que haveria um em momentos de crise. Os políticos intuitivos no governo britânico e os banqueiros mercantis que administravam o Banco da Inglaterra achavam melhor não conceder o poder de prestar auxílio nem completamente para o Banco nem para o governo, mas deixar isso incerto.[49] Se conceder auxílio estivesse formalmente dentro dos poderes do Banco ou do governo, seria difícil resistir à pressão do público.[50]

Ninguém poderia arcar com a responsabilidade em um grupo muito grande. Se somente uma entidade fosse responsável, a pressão pela tomada de ação poderia tornar-se irresistível. O ideal poderia ser um pequeno número de atores, afinados uns com os outros em uma relação oligárquica, com opiniões similares, que apliquem forte pressão para conter os golpistas e oportunistas e que estejam preparados para assumir a responsabilidade final. Para dar um exemplo mais atual, a tensão em 1975 e 1976 entre os oficiais de Nova York, os sindicatos, os banqueiros, o Estado e o governo federal sobre quem seria o emprestador de última instância para a cidade de Nova York pode ter garantido um alto grau de incerteza e encorajado Yonkers, Buffalo, Boston, Filadélfia e outros estados a não conter seus esforços para se corrigirem. Ainda assim, tomaram-se ações para salvar Nova York.

Durante os primeiros estágios da crise de 2008, o BC norte-americano proporcionou crédito para facilitar a aquisição da Bear Stearns pela JPMorgan Chase. Essa facilidade poderia ser crédito, mas se as perdas fossem grandes, esse compromisso seria visto como um investimento. Depois disso, o presidente do BC, Ben Bernanke, sugeriu que a administração Bush precisava de autorização do congresso antes que pudesse fazer mais investimentos nos bancos.

As declarações de Bonelli sobre a crise de 1907 na Itália oferecem um comovente relato de uma situação problemática. A Società Bancaria Italiana estava falindo e levando com ela uma hoste de pequenas empresas mercantis, financeiras e industriais. Um consórcio dos maiores bancos estabeleceu então um fundo de apoio. Logo o Banco da Itália se envolveu profundamente – e quase se comprometeu demais. O Tesouro finalmente veio para o resgate, por insistência de Bonaldo Stringher, presidente do Banco da Itália, e pagou logo os juros sobre a dívida nacional, aliviando assim a crise de liquidez. Bonelli viu que o episódio inevitavelmente envolvia o Banco da Itália e o governo, e sugeriu que essa indecisão poderia ocorrer quando a economia funcionasse por mais de dez anos sem ninguém no comando.[51] Parte da dificuldade pode refletir da falta de coesão suficiente entre Turim, Gênova, Milão e Roma, e parte da incerteza, da "batata quente" passada para várias mãos e da indecisão resultantes.

Alguma insegurança era inevitável porque, como um comitê da Casa dos Comuns observou em 1846, "examinando a impossibilidade de prever qual será o caráter preciso das circunstâncias", era assim "mais expediente deixar que aqueles que têm a responsabilidade de governo no momento adotem as medidas que acharem mais adequadas para a emergência".[52] Considere a declaração de *Sir* Robert Peel sobre a Bank Bill em 4 de junho de 1844:

> Minha confiança de que tomamos todas as precauções que podem ser tomadas com prudência pela legislação contra a recorrência de uma crise pecuniária não foi abalada.
>
> Ela pode acontecer apesar das nossas precauções. E se for necessário assumir uma séria responsabilidade, eu ouso dizer que os homens estarão dispostos a assumir tal responsabilidade.[53]

George Harrison, então presidente do BC de Nova York no final dos anos 1920, abriu o guichê dos descontos durante a quebra no mercado de ações em outubro de 1929 e depois foi criticado pela Junta de Governo em Washington, quando o BC comprou US$ 160 milhões em

obrigações do governo no mercado aberto em outubro e outros 210 milhões, em novembro. A Junta de Governo ressentiu-se do banco de Nova York devido ao anterior domínio despótico do sistema por Benjamin Strong (que morreu em 1928) e teve poucos remorsos em impedir Harrison quando ele tentou emular a tendência de Strong de preencher o vácuo de poder com uma liderança severa. A dúvida quanto ao emprestador de última instância e sobre quem será ele pode ser ideal em uma sociedade unida. A divisão em experiência e ponto de vista entre Washington e Nova York prejudicou ações mais eficazes para lidar com o colapso dos preços das ações em 1929.

Não havia sinal de crítica ou de indecisão quando o Conselho do BC norte-americano, sob o novo comando de Alan Greenspan, estabeleceu operações expansivas de mercado aberto imediatamente depois da quebra de 19 de outubro de 1987, e distribuiu dinheiro "para a esquerda e para a direita", para usar a expressão usada por Bagehot. Sob a liderança de Greenspan, o BC proporcionou liquidez para lidar com a Crise Financeira Asiática de 1997, o desastre das finanças russas e o colapso da Long-Term Capital Management no inverno de 1998, antecipando a crise do *bug* do milênio nos últimos meses de 1999 e respondendo à forte queda nos preços das ações em 2000 e 2001.

No entanto, sob o comando de Ben Bernanke, o BC foi lento em reconhecer a seriedade da bolha imobiliária e os impactos dos valores dos imóveis sobre os bancos, os mercados financeiros e a economia. O BC norte-americano somente "abriu todos os guichês" depois do pânico disparado pela falência da Lehman Brothers em meados de setembro de 2008. O BC estava disposto a aceitar diversos tipos diferentes de garantias para empréstimos na janela de descontos. Além disso, disponibilizou dinheiro nesta para outros clientes além dos bancos e tornou-se o financiador direto de empresas; seus ativos quase triplicaram em um ano.

O PROER E A REESTRUTURAÇÃO DOS BANCOS NO BRASIL NOS ANOS 1990

O Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), estabelecido no Brasil nos anos 1990, é um bom exemplo de atuação do Banco Central brasileiro agindo como emprestador de última instância. O programa foi elaborado no governo Fernando Henrique Cardoso com o objetivo de recuperar instituições financeiras que tinham problemas de caixa e risco de falência com o final das receitas advindas da inflação – o que poderia gerar até mesmo uma crise econômica sistêmica. O programa durou até 2001, quando a nova lei de responsabilidade fiscal passou a proibir aportes de recursos públicos em bancos para o saneamento do sistema financeiro. Com a estabilização da inflação a partir do Plano Real, muitas instituições que dependiam de ganhos inflacionários tiveram dificuldades em manter suas operações: com a hiperinflação que existia no Brasil, o mercado financeiro especializou-se em especular com títulos da dívida pública em vez de ser o motor do financiamento à produção.

Para impedir a contaminação de todo o sistema financeiro de quebras de bancos com problemas, o BC brasileiro interveio, injetando recursos públicos; muitos bancos faliram e estão em liquidação extrajudicial. Na época, sete instituições tiveram acesso às linhas de financiamento do programa: Banco Nacional, Banco Econômico, Bamerindus, Mercantil, Banorte, Pontual e Crefisul. A princípio, foi um mecanismo importante para salvar instituições fragilizadas financeiramente. No entanto, sob outra ótica, inúmeras instituições bancárias e financeiras realizavam fraudes durante o período inflacionário, normalmente "acobertadas" pela inflação, ou seja, a mudança de preços na economia processava-se de forma tão rápida que qualquer valor era quase que imediatamente absorvido, impedindo auditorias de descobrir facilmente tais acontecimentos.

No período de 1995 a 2000, foram destinados em títulos de longo prazo mais de R$ 30 bilhões a bancos brasileiros, aproximadamente 2,5% do PIB; o Proer fez parte de um amplo programa de reestruturação do setor financeiro, a qual incluía uma profunda reordenação regulatória, a criação de mecanismos que não existiam no Brasil, como o seguro de

depósitos, as mudanças em várias legislações e a privatização de bancos estaduais, que historicamente eram focos de inúmeros problemas contábeis. Todas as alterações mudaram a maneira como o BC fiscaliza as instituições financeiras no Brasil.

11.3 Para quem, com base em quê?

A regra estabelecida por Bagehot foi de que os empréstimos deveriam ser concedidos a todos, com base em garantias sólidas, "enquanto o público pedir por eles".[54]

Mas em seu testemunho ante o inquérito de 1875, dois anos depois da publicação de *Lombard Street*, Bagehot resistiu à sugestão de que o papel de emprestador de última instância fosse entregue a um corpo de comissários nomeados pelo governo, dizendo que eles poderiam fazer empréstimos a "pessoas impróprias". Esse grupo estaria sujeito à pressão política, ao contrário do Banco da Inglaterra, que é um "corpo separado do mundo político e não sujeito às suas pressões".[55]

Essa sugestão de Bagehot sobre a imunidade dos bancos centrais parece ingênua. O dilema sobre as garantias é que sua solidez depende de quando o pânico será interrompido (e se será interrompido de fato). Quanto mais tempo ele continuar, maior será a queda nos preços dos títulos, letras de câmbio e *commodities* – e portanto, menos sólida a garantia. Nesse caso, é necessário examinar o caráter dos tomadores de empréstimos, algo que era feito somente por J. P. Morgan, de acordo com os relatos. Aqui o dilema se relaciona ao comentário oblíquo de que os banqueiros somente emprestam dinheiro para aqueles que não precisam dele.

Os bancos centrais geralmente têm regras.[56] Quando elas não podem ser quebradas com facilidade – como na vigência do Federal Reserve Act de 1913, o qual permitia que somente ouro e letras de câmbio negociáveis, mas não títulos do governo, fossem mantidas como reserva contra notas do BC norte-americano e depósitos sob demanda –, ocorrem problemas com frequência. Também há conflitos quando as regras são quebradas muito prontamente. A beleza da carta de compensação do chanceler do erário público era que ela preservava a regra ao mesmo tempo em que a violava e, assim, não criou um precedente, pelo menos não por algum tempo. O Banco da França e o Reichsbank ocasionalmente descontavam somente documentos com três nomes, mas o critério de rejeitá-los porque eles não eram "sólidos" ou recusar o tomador de empréstimos devido ao seu caráter dava ao emprestador de última instância um poder de vida ou morte que nem sempre podia ser usado com completa objetividade. A literatura está repleta de acusações de venalidade por parte dos diretores dos bancos centrais. Os diretores protestantes e judeus do Banco da França alegadamente puniram os católicos (e menos ricos) da Union Générale em 1882, embora tenham salvado o Comptoir d'Escompte em 1888.[57] Na crise de 1772, a garantia do Banco da Inglaterra sobre novas regulamentações quanto ao desconto e a recusa de desconto de documentos duvidosos foi interpretada como uma tentativa de quebrar as casas judias em Amsterdã que estavam mais envolvidas na especulação. Então, houve a decisão do banco de recusar as notas de bancos escoceses e, finalmente, deixar completamente de descontar, o que provavelmente foi "um

passo dado deliberadamente para quebrar um grupo de especuladores holandeses”.[58] Os *outsiders*, em particular, sofreram. Um sindicato de bancos permitiu que o Banco dos Estados Unidos falisse em Nova York, em dezembro de 1930, entre acusações de que o banco estava sendo punido por seus métodos agressivos.[59]

A regra de realizar descontos para todos com bons documentos evoluiu lentamente na Grã-Bretanha. Por algum tempo, a “prática invariável” era aceitar documentos com nomes respeitáveis de Londres e não mais de dois meses para o vencimento. Mas essa descrição de 1793 é acompanhada por uma declaração de que, enquanto uma requisição de Manchester foi recusada (juntamente com uma de Chichester, cuja recusa ajudou a derrubar um banco), £ 40.000 foram adiantadas para bancos em Liverpool. Somente em julho de 1816 o Banco da Inglaterra, quebrando um rígido precedente, concordou em aceitar “títulos rurais de respeitabilidade duvidosa se a empresa não conseguisse suficientes nomes de Londres”.[60]

O Banco da Inglaterra fez avanços em uma vasta gama de diferentes tipos de ativos, muito além dos documentos com dois nomes. Em 1816, o Banco quebrou sua regra contra fazer empréstimos hipotecários, realizando uma “transação fora do curso comum de negócios” para aliviar as dificuldades das pessoas pobres da região do Black Country, e resolveu fazer empréstimos somente do modo antigo, “com notas de partes respeitáveis”. Porém, poucos anos depois, iniciou um negócio regular de hipotecas, com o argumento de que o volume de descontos e especialmente a receita dos descontos havia entrado em colapso – um objetivo privado, e não público.[61] Em certo ponto, o Banco fez empréstimos tendo como garantia a hipoteca de uma plantação nas Índias Ocidentais (no fim, o Banco executou esse empréstimo[62]) e em terras não desenvolvidas na Inglaterra. A terra não estava sujeita à reserva de propriedade devido a uma hipoteca, mas pertencia a um duque, uma indicação de que a garantia e o caráter (ou *status*) do tomador de empréstimos estavam relacionados; os financiamentos não eram feitos com terras na Escócia e Irlanda como garantia.[63]

Com o crescimento das ferrovias, os descontos do Banco da Inglaterra eram feitos com debêntures da ferrovia como garantia. Em 1842, quando a segunda mania ferroviária se iniciou, o Banco votou pela realização de empréstimos ocasionais para empresas em dificuldades e experimentadas para desenvolvimento.[64] O Banco da França, por sua vez, começou a realizar empréstimos para um sindicato ferroviário em 1852 e, de fato, foi acusado de apoiar – se não iniciar – a febril especulação nas ferrovias.[65] Bagehot achou que o Banco da Inglaterra estava errado em não realizar financiamentos garantidos por debêntures das ferrovias quando o fazia com Consols [obrigações perpétuas inglesas] e títulos indianos. Ele afirmou que uma ferrovia era menos sujeita a acidentes imprevistos do que o Império da Índia.[66] Mas os títulos indianos eram garantidos pelo Escritório Colonial e, na verdade, eram obrigações do governo britânico.

As notas do erário público eram emitidas sob a garantia de mercadorias, assim como as do almirantado em Hamburgo. Clapham observou que muitos dos adiantamentos do Banco em 1825 não eram sobre mercadorias na verdade, mas sobre títulos pessoais.[67] O Banco realizava empréstimos livremente e não era “excessivamente gentil”.[68] Em poucas semanas de 1847, o Banco adiantou 2,25 milhões de libras de modos usuais e incomuns, incluindo os títulos da

Companhia de Mineiros de Cobre, por meio dos quais ele involuntariamente adquiriu uma usina de cobre.[69]

A regra é que não havia regra. Não se realizava empréstimos para bancos insolventes, exceto para evitar os problemas que poderiam ocorrer se o Lorde Prefeito de Londres fosse à falência (1793)[70] ou manter por algum tempo uma folha de pagamentos em Newcastle, uma cidade acostumada a desastres bancários.[71] Já o Banco da França nunca havia descontado 4 milhões de francos para ninguém exceto Jacques Laffitte, quando Samuel Welles, um banqueiro norte-americano, abriu uma conta em 1837; ele mostrou também ser uma exceção[72] (a transação de Laffitte também havia sido excepcional, com motivação política). O Conseil General não poderia abandonar um banco tão importante, e então recebeu uma linha de crédito de 15 milhões de francos.[73] Na crise de 1830, o Banco da França descontou obrigações reais e municipais, recibos da alfândega, recibos de madeireiras, obrigações da cidade de Paris e obrigações de canais ressarcíveis pela loteria.[74]

Algumas das decisões que o emprestador de última instância deve tomar são simples – descontar letras do tesouro, por exemplo –, e outras, difíceis – como descontar garantias incertas de bancos com problemas. O registro está repleto de empresas que tiveram os pedidos de ajuda negados, faliram e pagaram 20 xelins por libra e de bancos que foram ajudados em uma crise e faliram na seguinte. O apêndice de 241 páginas do livro de Evans sobre a crise comercial de 1857 foi devotado a registros jurídicos de falências na Grã-Bretanha entre 1849 e 1858. A leitura é lúgubre. G. T. Braine, que teve a acomodação pelo Banco da Inglaterra negada em 1848, pagou 20 xelins para cada libra e acabou com um excedente duas vezes maior que o estimado originalmente. Também podem-se encontrar petições de falência feitas pelo Banco, como aquela contra a Cruickshank, Melville and Co., pelos resíduos não pagos de uma nota que ela sacou sobre outra empresa falida que havia pagado somente 12 xelins e 6 *pences* para cada libra.[75]

O julgamento da história nem sempre ajuda. O Banco da Inglaterra inicialmente se recusou a ajudar os três "bancos W" norte-americanos (Wiggins, Wilsons e Wildes) no último trimestre de 1836 e depois voltou atrás, fornecendo-lhes crédito em março de 1837. Andréadès observou que o Banco deu um passo ousado e não teve motivos para se arrepender da sua coragem.[76] Clapham defendeu, pelo contrário, que o Banco havia feito o empréstimo com muita relutância, e não se surpreendeu quando o Wilsons e o Wiggs faliram no final de maio, seguidos pelo Wildes, e viu que a consequência foi "uma longa e triste história de dívidas que durou catorze anos".[77] Para Matthews, o auxílio do Banco da Inglaterra para os três bancos "na vã esperança de evitar que eles suspendessem suas operações foi um caso de julgamento incorreto, mas o princípio sob o qual eles operaram foi sólido".[78]

MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS NO BRASIL

Em dezembro de 2010, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e a diretoria colegiada do Banco Central (BC) adotaram um conjunto de medidas de natureza macroprudencial para aperfeiçoar os instrumentos de regulação existentes, manter a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e assegurar o bom funcionamento do mercado de crédito. Medidas capazes de desaquecer a economia e moderar o crédito a partir de normas sobre endividamento foram lançadas pelo Banco Central, que já tinha usado algo semelhante no passado para segurar o aquecimento da economia brasileira, mas esse tipo de procedimento havia caído em desuso nos últimos dez anos. Qual foi o impacto dessas medidas adotadas na economia

brasileira no final de 2012? Queda nas vendas de carros financiados, crédito consignado e taxas de juros crescentes para pessoas físicas e jurídicas. O BC afetou assim o chamado canal do crédito para desacelerar o país com medo das consequências na inflação e no excesso de endividamento devido à alta velocidade de expansão do crédito na economia brasileira a partir de 2007. As medidas adotadas foram as seguintes: i) majoração do requerimento de capital para operações de crédito a pessoas físicas com prazos superiores a 24 meses; ii) elevação do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo; iii) expansão do limite de garantia prestada pelo Fundo Garantidor de Crédito; o limite de garantia dos depósitos e créditos protegidos pelo FGC foi elevado de R$ 60 mil por depositante para R$ 70 mil.

11.4 Quando e quanto?

"Muito pouco, tarde demais" é uma das frases mais tristes no léxico dos bancos centrais. Mas quanto é suficiente? Quando é o momento certo?

A regra de Bagehot é emprestar livremente a uma taxa de penalização. "Livremente" significa somente para tomadores de empréstimo solventes e com boas garantias, sujeitos às inevitáveis exceções. Significa rejeitar os expedientes que diversos bancos centrais são tentados a utilizar nas crises. No começo de 1772, o Banco da Inglaterra tentou frear o excesso de comércio por meio da limitação seletiva dos descontos e foi criticado por isso.[79] Em 1797, o Banco começou a realizar descontos pró-rata, e Foxwell achou que isso poderia ter sido realizado novamente em 1809.[80] Quando um banco central sente que está comprometendo-se demais, outra técnica é restringir os requerimentos de elegibilidade para as garantias, reduzir os prazos de vencimento das notas elegíveis de 95 ou 90 dias para 65 ou 60 dias, ou aumentar o número de nomes exigidos. Em maio de 1783, o Banco da Inglaterra havia realizado tantos descontos para seus próprios clientes que abandonou sua prática regular e recusou-se a realizar adiantamentos para subscrições de obrigações do governo emitidas naquele ano. Clapham comentou que, felizmente, nenhuma catástrofe pública ou privada do tipo que inicia um pânico ocorreu naquele verão, já que o Banco havia limitado sua capacidade de enfrentar uma.[81] Nesse caso, o Banco comportava-se como um banco privado, preocupado com sua própria segurança, em vez de se comportar como uma instituição pública com responsabilidade de proporcionar estabilidade ao sistema.

O emprestador de última instância pode proporcionar fundos para o sistema por meio de compras no mercado aberto em vez de usar o mecanismo de desconto. Até qual quantia o banco central deve expandir o suprimento de dinheiro? Os US$ 160 milhões em outubro de 1929 e 210 milhões adicionais em novembro de 1929 foram adequados? Sob o ponto de vista do BC de Nova York, não. O banco operava sob uma diretiva da Junta de governo que lhe permitia comprar 25 milhões de obrigações do governo por semana. Ele violou essa regra em outubro, ao comprar 160 milhões, e em 12 de novembro recomendou para a Junta que o limite de 25 milhões por semana deveria ser removido e que o Comitê de Investimento no Mercado Aberto fosse autorizado a comprar 200 milhões em obrigações para o sistema. Depois de considerável negociação, a Junta relutantemente aprovou essa requisição em 27 de novembro, e 155 milhões foram comprados entre 27 de novembro e 1o de janeiro de 1930. Nesse momento, os descontos estavam escoando rapidamente, as taxas de juros haviam caído muito,

e a necessidade de um emprestador de última instância – para acomodar a liquidação de empréstimos sob demanda no mercado – tinha acabado.[82]

Alguns monetaristas parecem ambivalentes sobre o papel do emprestador de última instância. Friedman e Schwartz citaram Bagehot, que concordava em não matar um pânico de fome.[83] Eles afirmaram que a ação tomada pelo BC de Nova York ao comprar US$ 160 milhões em outubro de 1929 foi "oportuna e eficaz", embora eles estivessem levemente céticos quando à alegação de Harrison de que as compras no mercado mantinham a bolsa de valores aberta.[84] Friedman se opunha a todo tipo de descontos.[85] Um ponto de vista ultramonetarista mantém as operações do período no mercado aberto constituindo uma renovação da inflação do crédito dos anos 1920.[86] Mas a maioria dos monetaristas acredita que não é necessário ter um emprestador de última instância enquanto a oferta de dinheiro aumentar a uma taxa constante. Em retrospecto, as operações no mercado aberto foram dolorosamente inadequadas nas semanas de meados de outubro até o final de novembro de 1929. Elas permitiram aos bancos de Nova York assumir os empréstimos sob demanda dos bancos de fora da cidade, mas ao custo de reduzir a quantidade de crédito disponível para compras de ações, *commodities* e imóveis, o que levou a quedas nos seus preços e causou a depressão.[87]

O momento do Conselho do BC norte-americano sob o comando de Alan Greenspan na quebra da segunda-feira negra de outubro de 1987 foi impecável, assim como o auxílio ao mercado de capitais dos Estados Unidos, quando a Long-Term Capital Management entrou em colapso em setembro de 1998.

O momento exato apresenta um problema especial. Quando o *boom* está crescendo, ele deve ser desacelerado sem precipitar um pânico. Depois que uma quebra ocorre, é importante esperar tempo suficiente para que ocorra a falência das empresas insolventes, mas não tempo suficiente para permitir que a crise se espalhe para as empresas solventes que precisam de liquidez – "postergar a morte dos bons nadadores", como disse Clapham.[88] Em um discurso durante o debate sobre a carta de ressarcimento em 4 de dezembro de 1857, Disraeli citou o líder de uma "das maiores casas de desconto de Lombard Street", que disse "se não fosse pela interferência por parte do governo, teria naquele momento desistido da ideia de lutar mais, e [que] foi só devido a esse entendimento tácito que continuou com seus negócios".[89] Podem ser levantadas questões sobre a justiça de informações privilegiadas e entendimentos tácitos para *insiders* mas não para *outsiders*; ainda assim, a afirmação destaca a importância do momento. É difícil dizer o que é pior: muito cedo e com um valor muito alto, ou muito pouco e tarde demais.

Em 1857, o Tesouro norte-americano veio para o resgate do mercado muito cedo e o ajudou a se inflacionar ainda mais. Em 1873, a resposta foi lenta demais, e nenhum passo foi dado no início do ano.[90] Sprague se refere ao "infortunado atraso da Câmara de Compensação", ou seja, a lentidão de qualquer autoridade que respondesse à crise de 1907, a qual, como nenhuma outra crise desde a Guerra Civil, se deixou durar tempo demais.[91]

Se a necessidade de um emprestador de última instância for aceita depois de um *boom* especulativo e, caso se acredite que medidas restritivas provavelmente não irão desacelerar o

boom sem precipitar um colapso, o emprestador de última instância enfrentará dilemas tanto sobre valor quanto sobre o momento certo. Os dilemas são mais sérios em operações de mercado aberto do que em um sistema de descontos. No segundo caso, Bagehot especificou o valor correto: tudo o que o mercado puder levar – por meio de casas solventes que ofereçam garantias sólidas – a uma taxa de penalidade. Com operações de mercado aberto, a decisão das autoridades é mais difícil, mas Bagehot tinha razão em não deixar o mercado morrer de fome. Dado um embargo de crédito no sistema, mais representa mais segurança do que menos, já que o excesso pode ser eliminado depois.

Definir o momento é uma arte. Isso não diz nada – e diz tudo.

O emprestador internacional de última instância

O PRINCIPAL ARGUMENTO A FAVOR DE UM EMPRESTADOR internacional de última instância é o registro histórico da transmissão da pressão deflacionária de um país para outros, o que muitas vezes foi associado a alterações nos valores da moeda – desvalorizações ao serem atreladas e também depreciações quando elas estavam flutuando. A desvalorização da *markka* finlandesa em 1992 transmitiu pressão deflacionária para a Suécia, um dos seus principais concorrentes na produção e venda de madeira e outros produtos. A depreciação do *baht* tailandês, do *ringgit* malaio e do *won* sul-coreano na segunda metade de 1997 transmitiu um enorme impulso deflacionário para os Estados Unidos. As exportações desses países dispararam em relação às suas importações, o que levou a um aumento correspondente no déficit comercial norte-americano. A elevação no excedente comercial japonês na década de 1990 depois que sua bolha nos preços dos ativos implodiu teve um impacto deflacionário sobre seus principais parceiros comerciais nos Estados Unidos, cujo déficit comercial aumentou rapidamente, e a grande ampliação no excedente comercial chinês depois de 2002 levou a aumentos correspondentes nos déficits dos seus parceiros comerciais, especialmente os Estados Unidos.

Um emprestador internacional de última instância tem um problema que não se aplica ao caso doméstico. Enquanto existirem bancos centrais nacionais independentes, cada um com seu próprio dinheiro, alterações no valor das moedas são inevitáveis. Algumas destas serão necessárias, especialmente quando um país não obtém tanto sucesso quanto seus principais parceiros comerciais em alcançar uma baixa taxa de inflação. Uma redução no valor da moeda de um país pode ser um modo mais barato de alcançar um equilíbrio comercial satisfatório do que contar com quedas nos custos e preços. Algumas dessas alterações nos valores das moedas podem ser necessárias devido a um grande choque estrutural, incluindo a perda de um mercado de exportação causada por mudanças tecnológicas, o esgotamento das matérias-primas e os ganhos produtivos em países nos estágios iniciais da industrialização. Algumas das mudanças nos preços das moedas podem não ser necessárias, mas são adotadas porque um baixo valor é visto como o melhor modo de estimular o emprego e crescimento econômico doméstico.

Alterações nos valores das moedas podem ser uma forma desnecessariamente custosa de ajuste a um choque. Proceder ao *overshooting* da moeda de um país quando seu preço de mercado aumenta em relação ao seu valor de equilíbrio de longo prazo quase sempre tem impacto deflacionário sobre o setor de bens negociáveis, já que as importações crescem em relação às exportações. Reciprocamente, realizar o *undershooting* da moeda de um país quando seu preço de mercado cai em relação ao seu valor de equilíbrio de longo prazo pode causar uma disparada nas taxas de inflação e de juros domésticas. Além disso, grandes depreciações reais muitas vezes levaram a quebras de empresas e bancos.

Os episódios de grande *undershooting* das moedas muitas vezes foram precedidos por um significativo *overshooting* das mesmas moedas. O peso mexicano foi significativamente supervalorizado na primeira metade de 1994, e do mesmo modo subvalorizado na primeira metade de 1995. A súbita inversão dos valores relativos quase sempre ocorreu como resultado de uma repentina mudança de direção dos fluxos de capital. Acordos institucionais e inovações políticas que amortecem ou reduzem o escopo do *overshooting* e *undershooting* podem melhorar o bem-estar econômico.

A principal responsabilidade de um emprestador doméstico de última instância é reduzir a probabilidade de que uma falta de liquidez doméstica se transforme em um problema de solvência e cause falências que não teriam ocorrido na ausência de dificuldades e de vendas por precaução. Ele anda em uma corda bamba entre evitar salvar instituições financeiras que já estão falidas devido aos seus investimentos arriscados ou más decisões de negócios e salvar os concorrentes mais saudáveis da insolvência que aconteceria caso ocorressem quedas nos níveis de preço e deflação de ativos. Já a principal responsabilidade de um emprestador internacional de última instância é proporcionar liquidez para amenizar as alterações necessárias nos valores das moedas e impedir as mudanças que não são consistentes com os fundamentos econômicos.

Créditos internacionais estendidos por pelo menos quatro séculos permitiram a países amortecerem oscilações nos valores das moedas quando seus governos faziam empréstimos no exterior e nos casos em que os bancos privados de um país contaram com suas contrapartes em outros países para assistência em atender um repentino saque de fundos. Nos anos 1920, a primeira preocupação coordenada com a falta de liquidez internacional – e mais precisamente de ouro monetário – desenvolveu-se em resposta ao ponto de vista de que aumentos nos níveis nacionais dos preços durante e imediatamente depois da Primeira Guerra Mundial poderia levar a uma queda na produção de ouro e a elevações nas demandas oficiais e privadas por ouro. As autoridades financeiras nos principais países temiam que a falta de ouro pudesse ser mais intensa porque o estabelecimento de novos bancos centrais no que antes fora o Império Austro-Húngaro levaria a um aumento na demanda por ouro monetário. Diversas conferências organizadas pela Liga das Nações nos anos 1920 recomendaram que os bancos centrais deveriam manter uma proporção maior das suas reservas de ativos internacionais na forma de títulos líquidos com denominação em libras britânicas e em dólares norte-americanos.

O FMI foi fundado nos anos 1940 a fim de proporcionar um arranjo formal para a extensão de crédito entre os governos nacionais e auxiliar os países nas crises monetárias. A motivação foi a crença de que muito do comportamento competitivo destrutivo entre os países no período

entre as guerras – que contribuiu para a Segunda Guerra Mundial –, foi resultado da falta de crédito internacional. Os países permitiram que suas moedas se desvalorizassem para aumentar suas exportações e estimular o emprego doméstico. A falácia da composição foi relevante, e as políticas que poderiam ter sucesso para um país eram onerosas para todos os outros como grupo. Quando um país se tornava membro do FMI, concordava em limitar a variação do valor da sua moeda ao redor da sua paridade. Ele também concordava em buscar aprovação do FMI antes de mudar sua paridade acima do conveniente. O FMI tinha um pool de ouro e moedas das subscrições de capital dos seus membros. Um país membro poderia tomar empréstimos desse *pool* para ajudar a financiar um déficit de pagamentos.

A desvalorização da moeda de um país levaria quase sempre a uma melhoria na sua posição competitiva internacional e a uma redução no seu déficit comercial. O escopo da melhoria depende do momento e aumenta no longo prazo, conforme as empresas no país ampliam suas exportações – além da própria capacidade de exportar e de produzir bens capazes de concorrer com as mercadorias importadas. Assim, no curto prazo, a moeda se depreciaria muito, antes que as estruturas de oferta e demanda mudassem e o déficit comercial do país caísse para um valor novo e sustentável. Enquanto esses ajustes aconteciam e antes que fossem completados, os negociantes orientados pelo momento poderiam induzir uma desvalorização ainda maior da moeda.

O *undershooting* e o *overshooting* são inevitáveis em resposta às alterações dos fluxos internacionais de capitais. Seu escopo muitas vezes se expande quando os comerciantes de moedas seguem a falácia de acharem que “a tendência é uma amiga”. Em anos recentes, o clichê do “ciclo vicioso e virtuoso” foi aplicado para descrever esse comportamento do mercado monetário. Uma geração anterior de economistas usou o termo “especulação desestabilizadora” para o mesmo padrão de transações monetárias.

Às vezes esses, ajustes nos valores das moedas podem ocorrer em circunstâncias propícias, mas, em outras ocasiões, as circunstâncias são menos do que favoráveis. Em 1994 e 1995, por exemplo, o déficit comercial mexicano era muito grande, e o ajuste para um valor sustentável exigiria um valor mais baixo para o peso. O México precisava de uma queda de 3 a 4% na razão entre seu déficit da balança corrente e seu PIB. Essa queda necessária e inevitável teria impactos dramáticos sobre a poupança, a posição fiscal do governo e o PIB mexicanos. Quando o choque aconteceu, o fluxo de saída de dinheiro do México disparou, o peso perdeu metade do seu valor e a mudança na razão entre a balança corrente e o PIB do país excedia 10%. O choque para a economia mexicana foi imenso.

Declarações similares podem ser feitas sobre a desvalorização do peso argentino em 2001. O *won* sul-coreano perdeu quase metade do seu valor em dezembro de 1997. Antes da crise, o déficit da balança corrente do país era de 1% do seu PIB, e, depois disso, o país desenvolveu um excedente na balança corrente de 3%. O escopo do *overshooting* da rúpia indonésia antes da crise asiática foi grande, e o *undershooting* depois dela foi muito maior.

Embora o *overshooting* e o *undershooting* sejam fenômenos transitórios associados com alterações na direção e escopo dos fluxos internacionais de dinheiro, eles têm efeitos reais extremamente poderosos sobre as economias domésticas, e alguns deles são permanentes. Uma razão pela qual os analistas subestimaram a extensão das alterações nos valores das

moedas associadas com a mudança para novos valores de equilíbrio é que eles tendem a ignorar os efeitos permanentes do *overshooting* e, especialmente, do *undershooting*.

Um emprestador internacional de última instância ajudaria os países a moderar os desvios dos valores de mercado das suas moedas em relação aos de equilíbrio de longo prazo. Uma inferência da história financeira é que, na ausência de um emprestador internacional de última instância, a depressão econômica que se segue a uma crise financeira pode ser longa e duradoura, como em 1873 e 1890 e no início dos anos 1930.

Um problema no desenvolvimento de um emprestador internacional de última instância é a formulação da estrutura legal e do conjunto de regras que vão governar suas atividades e, especialmente, as normas e procedimentos para a alocação de crédito. Na ausência de uma moeda mundial, o emprestador internacional de última instância emprestaria a moeda de um ou diversos países – provavelmente aquelas dos países com maiores reservas de ativos internacionais ou grandes excedentes de pagamentos. O registro histórico sugere que o emprestador fornece a moeda do país que seja o principal centro financeiro, talvez em conjunto com de alguns outros países.

O ciclo de débito/deflação dos anos 1930 envolveu um laço de realimentação que compreendeu falências de empresas e bancos além de quedas nos níveis de preço para o consumidor. Quando as empresas faliam, seus inventários eram vendidos, o que reduzia o nível de preços e o valor total de outras empresas nas mesmas indústrias. O aumento no número de falências de empresas levou a maiores perdas dos bancos com empréstimos, e esses se tornaram financiadores menos ansiosos. Eles se recusaram a renovar alguns empréstimos vencidos porque alguns desses tomadores de empréstimos poderiam estar na proverbial “ladeira escorregadia”. Embora as taxas de juros nominais estivessem baixas, as de juros reais eram altas devido a quedas no nível de preços para o consumidor, e os gastos com investimentos foram reduzidos.

O Japão estava sofrendo os efeitos de um ciclo débito/deflação muito modesto no final dos anos 1990 quando seu nível de preços caiu 1% ao ano, o que levou a um patamar excepcionalmente alto de falências de empresas. Hong Kong esteve em um ciclo de débito/deflação por seis anos depois da Crise Financeira Asiática. A desvalorização das moedas de virtualmente todos os demais países asiáticos significou que as posições competitivas internacionais das empresas com fábricas em Hong Kong estavam declinando. O ambiente em que o emprestador internacional de última instância atua difere daquele no qual o emprestador doméstico trabalha, de duas formas básicas: as crises de liquidez, muitas vezes, são associadas a mudanças nos valores das moedas; e as questões legais são mais frágeis no contexto internacional O emprestador internacional de última instância também anda em uma corda bamba entre proporcionar liquidez para países, evitando assim alterações desnecessárias nos preços das moedas, e minimizar a probabilidade de que sua provisão de liquidez permita que os países posterguem mudanças necessárias nos valores das suas moedas. Em 1999 e 2000, a Argentina poderia ter feito empréstimos para postergar os ajustes necessários para reduzir seu déficit comercial (depois da desvalorização, a Argentina desprezou seus credores estrangeiros e queria que eles aceitassem 25 ou 30 centavos por dólar devido). Além disso, mesmo quando a alteração no valor da moeda de um país é

necessária, a extensão de crédito do emprestador internacional pode reduzir o *undershooting* da sua moeda durante a mudança para um novo valor de equilíbrio. Finalmente, há momentos quando a decisão sobre a necessidade de alterar o valor da moeda de um país depende do julgamento. O déficit no balanço de pagamentos do país pode ser revertido por mudanças no nível de atividade econômica ou por alterações nos preços das *commodities* – ou por um milagre ou simplesmente boa sorte.

A analogia entre o emprestador doméstico e o internacional de última instância quebra-se – ou pelo menos dobra-se bastante – porque não existe contraparte doméstica apropriada para as alterações nos valores das moedas nacionais. Normalmente, um emprestador doméstico de última instância não emprestaria para uma instituição insolvente – exceto temporariamente, até que perdas ou faltas de capital fossem compensadas por uma agência de garantia de depósitos ou algum outro grupo governamental. Muitas crises financeiras internacionais envolveram mudanças nos valores de moedas que haviam sido seriamente supervalorizadas. O problema é determinar o momento em que um país deve alterar este valor devido a um desequilíbrio fundamental – um termo popularizado pelo FMI quando os países aderiram ao acordo das paridades ajustáveis. Enquanto os países forem capazes de alterar os valores das suas moedas, o emprestador internacional de última instância precisará determinar quando o acesso aos seus fundos permitirá que ele postergue a necessária no valor da sua moeda, e em que momento tal acesso permitiria a um país evitar uma modificação desnecessária.

O número e severidade das crises financeiras nos últimos 35 anos foram significativos. Essas crises, muitas vezes, ocorreram depois de grandes alterações nos valores das moedas, mas um eficaz emprestador internacional de última instância poderia ter moderado os tumultos nos mercados financeiros. Considere algumas das principais crises monetárias desse período:

- Brasil, México e Argentina em 1982;
- A libra britânica, a lira italiana e outras moedas europeias em 1992;
- O peso mexicano em 1994;
- O *baht* tailandês, o *ringgit* malaio e outras moedas asiáticas em 1997;
- O rublo russo em 1998;
- O real brasileiro em 1999;
- O peso argentino em 2001;
- A coroa islandesa em 2008.

Os Estados Unidos improvisaram um pacote de assistência financeira para o México em 1995. A Tailândia, Coreia do Sul, Indonésia e as Filipinas receberam grandes créditos do FMI depois que suas moedas sofreram forte desvalorização. A Rússia recebeu um grande crédito do FMI no segundo trimestre de 1998, embora a depreciação do rublo parecesse inevitável, e também concedeu crédito à Argentina no final de setembro de 2000, embora fosse necessário um grande milagre para manter a paridade do peso com o dólar norte-americano (nos dois casos, alguns países-membros contaram com o FMI para estender os créditos).

12.1 Uma visão histórica das crises financeiras internacionais

Muitas vezes, os analistas diferenciam um dreno interno que envolve um aumento da demanda doméstica por moeda ou ouro de um dreno externo que envolve um fluxo de ouro ou outros ativos de reserva para países estrangeiros. Geralmente, o externo poderia ser revertido por uma elevação nas taxas de juros, daí o sofisma de que um aumento de 1% na taxa de desconto do Banco da Inglaterra poderia "trazer ouro da Lua", embora muitas vezes tenha ocorrido um atraso antes que as taxas de juros mais altas levassem à melhora desejada nas reservas de ouro do país. Se os investidores vissem a expansão na taxa de desconto como um sinal de fraqueza e vendessem a moeda, o dreno externo aumentaria, e o banco central precisaria estender mais as taxas de juros, o que às vezes não é adequado para corrigir os desequilíbrios – talvez porque os atrasos fossem longos e o tempo curto. Assim, o banco central precisaria tomar empréstimos para evitar uma forte desvalorização, o que poderia ser feito com outros bancos centrais; empresas domésticas que possuíssem ativos estrangeiros poderiam vendê-los e remitir o dinheiro obtido.

Qual é a política pública apropriada para reduzir a probabilidade de crises financeiras internacionais e minimizar seus impactos? Durante a crise financeira de 1846-1848, quando os preços das obrigações estavam caindo por toda a Europa – alguns em até 75% – e as casas Rothschild de Paris, Viena e Frankfurt estavam sob risco de ir à falência, Nathan Rothschild, em Londres, com a ajuda de Auguste Belmont, o representante de Rothschild em Nova York, ajudou em privado. Belmont enviou prata de Nova York para Londres, compartilhada entre os irmãos Rothschild. Os bancos centrais ajudaram mantendo as taxas de juros baixas, mas Nathan, como emprestador de último recurso efetivo, salvou o dia com a assistência de Nova York.[1] Nos anos 1930, Paul e Felix Warburg de Kuhn, Loeb em Nova York atuaram na mesma função para seu irmão, Max Warburg, então em Hamburgo, com um crédito de mais de US$ 9 milhões.[2]

Os empréstimos de última instância concentram-se nos bancos centrais como provedores de dinheiro. Em 1694, o Banco da Inglaterra tomou emprestados dois milhões de *guilders* dos Estados Gerais dos Países Baixos para auxiliar o erário público britânico a enviar fundos para o continente e apoiar as tropas britânicas e seus aliados durante a Guerra dos Nove Anos.[3]

Nos anos que se seguiram (1695-1697), Amsterdã assistiu o Banco da Inglaterra ao assumir suas letras de câmbio protestadas no continente. Os holandeses cobraram 10% pelo serviço – uma taxa de penalidade na terminologia de Bagehot, mas, afinal, eram negócios, não a provisão de um serviço público.[4]

Na crise de 1763, o Banco da Inglaterra e os banqueiros privados de Londres resgataram seus correspondentes holandeses ao conceder, com dificuldades, créditos maiores do que

aqueles dados anteriormente em períodos de prosperidade. Cinco remessas de ouro foram enviadas em agosto, e duas, em setembro. Além disso, o Banco da Inglaterra e outros bancos postergaram a apresentação de notas para pagamento. Wilson comenta que nada disso foi por puro altruísmo, ao contrário: representava uma política prática baseada no conhecimento de que a prosperidade britânica estava intimamente associada à holandesa e que a intensificação da crise holandesa cortaria uma fonte de dinheiro para a Grã-Bretanha.[5]

Quando a crise de 1772 atingiu um pico em janeiro de 1773, o comércio entre a Inglaterra e a Holanda foi paralisado. Amsterdã estava desamparada, e somente o Banco da Inglaterra, segundo Wilson, poderia resgatar a cidade. Em 10 de janeiro, um domingo, o Banco abriu seus guichês e permitiu que fossem feitos saques em dinheiro contra a apresentação de notas e obrigações do governo. Carregamentos de barras de ouro foram enviados no primeiro navio, e diz-se que um banqueiro holandês sacou £ 500 mil. Ao mesmo tempo, o Banco recusou-se a descontar papéis duvidosos, o que teve o efeito de quebrar muitos bancos de propriedade de judeus em Amsterdã.[6] Na mesma crise, Catarina, a Grande, da Rússia, ajudou seus melhores clientes, os mercadores britânicos – na primeira de uma série de crises em que a Rússia czarista auxiliou a Europa ocidental.[7]

Na crise de 1825 houve um rumor de que o Banco da França tentava piorar as dificuldades do Banco da Inglaterra. Clapham insistiu que, em vez disso, a França participou no que seria um exemplo inicial de cooperação financeira internacional ao enviar ouro para Londres em troca de prata.[8] O fato de que o preço do ouro em relação à prata era maior em Londres do que em Paris (15,2 para um contra 16,625 para um) favoreceu a troca,[9] mas a chegada, através da Rothschild, de £ 400 mil (principalmente em soberanos) de Paris na segunda-feira, 19 de dezembro de 1825, ajudou porque os cofres do Banco da Inglaterra estavam vazios depois da corrida do sábado anterior.

Duas vezes, durante a crise de 1836 a 1839 o Banco da Inglaterra buscou ajuda do Banco da França e da cidade de Hamburgo para manter sua liquidez. Da primeira vez, o Banco da Inglaterra sacou notas em Paris por £ 400 mil. Em 1838, conseguiu uma linha de crédito e, em 1839, sacou dessa linha US$ 2 milhões, usando a Baring Brothers e então bancos de Paris como intermediários. Uma linha de crédito similar com Hamburgo trouxe £ 900 mil em ouro, um acordo possivelmente elaborado para também ajudar a cidade, que precisava de prata.[10] Em 1838, o Banco da Inglaterra, que não era um negociador usual de ouro, enviou quase 700 mil soberanos para os Estados Unidos. Clapham disse que a operação não tinha precedente e era prejudicial, pois encorajava os banqueiros norte-americanos a usar mais títulos nos mercados britânicos em 1838 e 1839, reconhecendo também que o Banco foi inteligente em perceber os interesses entrelaçados da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos.[11]

O Banco da França tomou emprestados 25 milhões de francos de capitalistas britânicos na segunda metade de 1846, de acordo com fontes francesas.[12] Uma fonte britânica afirma que a soma foi emprestada do Banco da Inglaterra em janeiro de 1847.[13]

Nesse momento, o imperador da Rússia se ofereceu para comprar 50 milhões de francos do *rente* francês de 3% para ajudar a financiar as importações de trigo que a França e a Inglaterra precisavam. A Grã-Bretanha se beneficiou, uma vez que a França usou metade do

dinheiro para pagar de volta o adiantamento britânico.[14] Palmer, então presidente do Banco da Inglaterra, testemunhou perante a comissão investigadora do parlamento que era preferível ter um acordo com os principais bancos dos Estados Unidos, Hamburgo, Amsterdã e Paris do que enviar ouro.[15]

A cooperação entre os bancos centrais não foi aclamada universalmente. Viner escreveu que, em 1836, o Banco da Inglaterra viu-se forçado a implorar ajuda da França – "sem dúvida, com relutância" –, acrescentando que essa necessidade era considerada humilhante na Grã-Bretanha porque veio em um momento no qual as relações entre os dois países não eram particularmente cordiais, "especialmente enquanto se reportava que os seguidores de M. Thiers se gabavam da generosidade dos franceses [...] e recomendavam que, sob nenhuma circunstância, tal liberalidade deveria repetir-se no futuro".[16]

Thomas Tooke considerou o empréstimo um "expediente desonroso", uma "circunstância de humilhação quase nacional".[17] O Banco da França também foi criticado em Paris por algumas pessoas que achavam ser irresponsável lucrar com o acordo britânico em vez de auxiliar aqueles que procuravam sua ajuda no próprio país.[18]

Na década de 1850, havia menos cooperação internacional em períodos de crise. Clapham escreveu que o Banco da Inglaterra contemplou uma ação conjunta com o Banco da França em novembro de 1857, mas não indicou qual seria essa ação e disse pouco além de "não houve resultados".[19] Talvez a operação mais interessante tenha sido o *Silberzug* de dezembro em Hamburgo, que estava no fim da linha da crise que se espalhou de Ohio para Nova York e, depois, Liverpool, chegando até o continente, especialmente na Escandinávia. Em 4 de dezembro o senado de Hamburgo votou a favor de um fundo de 15 milhões de marcos composto de 5 milhões em obrigações da cidade e 10 milhões em prata que seriam obtidos com empréstimos estrangeiros. A próxima tarefa era tomar emprestado o dinheiro, que foi solicitado para o Rothschild, o Baring e o Hambros em Londres, para o Fould, em Paris, e diversos corpos políticos e financeiros em Amsterdã, Copenhagen, Bruxelas, Berlim, Dresden e Hanover. Todas as requisições foram recusadas. Do Fould, foi recebida esta resposta: "Sua mensagem não foi clara o suficiente". De Berlim: "Bruck e o Kaiser não são financeiramente ambiciosos". Em 8 de dezembro, quando todos os bancos em Hamburgo exceto o Heine's estavam sob o risco de falência e os capitães de navios não estavam dispostos a descarregar suas cargas porque achavam que não seriam pagos, chegaram notícias de que Viena forneceria todo o dinheiro necessário. Logo depois, um trem trouxe prata (o *Silberzug*).[20]

O metal foi retirado do trem, e com ele empréstimos foram feitos para os principais banqueiros – o Merck, Godeffroy e Berenburg, Goddler & Co. – e cinco dos menores. O pânico acabou em 12 de dezembro, quando se soube que havia prata suficiente. Algumas empresas, como a Donner & Co., que inicialmente haviam recebido 700 mil marcos, acabaram não precisando deles quando a confiança foi restaurada. Böhme, que fez o relato mais detalhado sobre a crise, disse que o episódio continuou surgindo por anos sempre que os hamburgueses e não hamburgueses falavam sobre moedas.[21] Os aspectos políticos da operação de resgate foram revelados em despachos diplomáticos britânicos. O cônsul britânico em Hamburgo observou que foi conveniente para a Grã-Bretanha que a Áustria, e não a Prússia,

tenha realizado o auxílio, já que, nesse caso, não haveria pressão para que Hamburgo se unisse ao Zollverein.[22] Em 29 de dezembro, veio de Berlim um despacho com uma tradução da declaração do Barão Manteuffel para Hamburgo, que explicava porque Berlim havia sido incapaz de ajudar. A falta de ambição deu origem a uma série de explicações fracas que destacavam que a cidade havia “perdido uma oportunidade”.[23]

As dificuldades na Escandinávia foram aliviadas quando o pânico em Hamburgo retrocedeu. Um item positivo de auxilio internacional oficial, entretanto, foi um empréstimo, em 18 de dezembro, pelo Banco da Inglaterra sobre notas promissórias do governo norueguês, para manutenção das notas vencidas do banco em posse das casas norueguesas.[24]

No início da guerra civil norte-americana em novembro de 1861, um pânico em Nova York causou o saque em espécie de Paris e Londres. A relutância francesa em elevar a taxa de desconto, o crescente afastamento da razão ouro/prata da França e da razão aplicada no mercado levou a França a trocar 2 milhões de libras em prata por 2 milhões em ouro com o Banco da Inglaterra. Os fundos disponibilizados por essa transação não remediaram a situação, então em 1861 os franceses compraram ouro em Londres a um preço acima do ponto de exportação. O Banco da França arranjou para sacar 2 milhões de libras de notas em Londres, através da Rothschild e da Baring.[25]

Não houve cooperação internacional durante a crise de 1873, mas dois aspectos destacam a natureza política sensível das transações dos bancos centrais. Nos registros de 1872-1873, o Banco da Inglaterra refere-se e nega um “rumor ridículo” de que havia pensado em pedir um empréstimo para o Banco da França. E, na segunda semana de novembro, o presidente do Banco da Prússia – um predecessor do Reichsbank, que só seria fundado em 1875 – escreveu uma carta para o Banco da Inglaterra oferecendo um empréstimo em ouro, naquele momento ou em qualquer data futura (Clapham comentou antes que a Alemanha estava embriagada com a vitória e que Berlim se havia inchado como o sapo da fábula de Esopo). O Banco da Inglaterra recusou a oferta, polida porém firmemente: “O Banco não precisa, nem nunca precisou, de tal auxílio, e não necessita utilizar-se do arranjo tão gentilmente sugerido”. Clapham acrescenta que essa sugestão do *nouveau riche* teria sido impertinente para o presidente.[26]

Em 1890, William Lidderdale, então presidente do Banco da Inglaterra, preparou duas frentes para a crise que se seguiria à revelação da posição fraca do Barings. Além da garantia doméstica, ele arranjou para que o governo russo não sacasse seu depósito de 2,4 milhões de libras do Barings, além de empréstimos de 3 milhões de libras do Banco da França e de 1,5 milhões de libras do Banco Estatal da Rússia, ambos em ouro. Lidderdale disse ao presidente do Banco da França que as operações ordinárias de taxas bancárias teriam trazido o ouro a tempo, e que não era nada desonroso usar medidas excepcionais para enfrentar uma tempestade particularmente repentina. Mesmo assim, Lidderdale e o centro financeiro de Londres estavam inseguros quanto a pedir ajuda para os franceses e russos. Clapham colocou desta forma: “Suponha que, por algum motivo político/financeiro, eles não estivessem dispostos a concordar.”.[27]

O caráter sensível de tais auxílios internacionais antes da Primeira Guerra Mundial foi

revelado nos incidentes de 1906-1907: houve muita discussão na época, mas não sobre a ajuda do Banco da França ao Banco da Inglaterra (o que claramente aconteceu), e sim sobre essa ajuda ter sido requisitada pelo Banco da Inglaterra ou, em caso negativo, se os passos dados pelo Banco da França foram principalmente por interesse próprio. Sayers, em seu relato sobre o Banco de 1890 a 1914, em um capítulo intitulado Supposed Continental Support of the Bank [Suposto apoio continental ao Banco], concluiu que o Banco da Inglaterra não havia pedido ajuda. Ele cita o *The Economist* de setembro de 1906:

> Algumas pessoas falam sobre o Banco da França ajudar o Banco da Inglaterra a lidar com a demanda norte-americana por ouro [...] mas não se poderia supor nem por um minuto que o Banco realmente se colocaria em uma posição tão humilhante somente para permitir que os especuladores norte-americanos conseguissem ouro aqui com facilidade.

Novamente, no último trimestre de 1907, o Banco da França adiantou para Londres 80 milhões de francos em águias de ouro dos Estados Unidos. O relatório do Banco da França de 1907 refere-se aos dois incidentes nas suas decisões. Os jornais franceses citam a razão alegada: aliviar o Banco da Inglaterra da necessidade de elevar sua taxa de descontos – implicando que ele pediu ajuda. As fontes britânicas enfatizam que não houve anúncio por parte dos britânicos, como houve em 1890, e dizem que os franceses não queriam que o banco aumentasse sua taxa de descontos. Hartley Withers, editor financeiro do *The Times*, escreveu depois:

> A determinação que ele [o Banco da Inglaterra] demonstrou finalmente compeliu o Banco da França a assumir parte do fardo internacional, e enviar três milhões do seu ouro, não para a América, mas para Londres, pois sabia que lá ele seria pago de volta. É comumente aceito o fato de que o Banco da Inglaterra pediu que essa operação fosse realizada, mas isso não é verdade.[28]

Segundo outro ponto de vista, quando o Banco da França entrou em transações em libras esterlinas em Londres nos anos 1906, 1907, 1909 e 1910, estava envolvido em operações no mercado aberto, o que ele não realizou em Paris até 1938.[29]

12.2 Londres *versus* Paris como centro financeiro mundial

A visão geral entre os estudiosos anglo-saxões de história econômica é que Londres foi o centro financeiro do mundo do início do século XIX até 1914, e que Paris, Berlim, Frankfurt, Nova York e Milão eram satélites.

De acordo com um observador alemão, a “Inglaterra tinha um monopólio de exportações de capital até 1850. Então a França entrou no mercado, principalmente pela glória, realizando exportações de capital no serviço das políticas nacionais, interesses comerciais expansionistas e a abertura de novos mercados”.[30] Na década de 1820, Paris tinha um papel central nas relações monetárias internacionais. Van Vleck escreveu sobre o pânico de 1857:

"Assim como a França era o centro nervoso político da Europa durante a primeira metade do século XIX, durante os anos de 1850 a 1857, foi o centro do qual as flutuações do ciclo econômico se irradiavam."[31]

O centro do ciclo econômico não é necessariamente o pivô do sistema financeiro internacional. Entre 1820 e 1840, Paris auxiliou Londres a limpar seus pagamentos estrangeiros no Báltico, Rússia, China, América Latina e Estados Unidos e então, entre 1850 e 1870, tornou-se o "primeiro lugar na Europa para o comércio internacional".[32] Se esse ponto de vista estivesse correto, a situação foi mudada pela Guerra Franco-Prussiana. De acordo com Bagehot:

> Desde a guerra franco-alemã, podem nos pedir para manter as reservas europeias [...] Todas as comunidades às vezes precisam pagar grandes somas em dinheiro, e uma grande reserva desse dinheiro deve ser mantida em algum lugar. Anteriormente houve duas dessas reservas na Europa. Uma era no Banco da França, e a outra no Banco da Inglaterra. Mas desde a suspensão dos pagamentos em espécie pelo Banco da França, seu uso como reservatório de espécie chegou ao fim. Ninguém pode sacar um cheque nele e ter certeza de obter ouro ou prata em troca desse cheque. Desse modo, toda a responsabilidade pelos pagamentos internacionais em dinheiro foi transferida para o Banco da Inglaterra [...] todas as operações de troca estão se concentrando mais e mais em Londres. Anteriormente, para muitos objetivos, Paris foi uma casa de liquidação, mas hoje ela deixou de sê-lo. Desse modo, Londres se tornou a única grande casa de liquidação na Europa, em vez de ser formalmente uma de duas casas. E provavelmente irá manter essa proeminência, pois se trata de uma proeminência natural [...]. A proeminência de Paris surgiu parcialmente de uma distribuição de poder político, que já foi perturbada. Mas a de Londres depende do curso regular do comércio, que é singularmente estável e difícil de modificar.[33]

Sprague, nos Estados Unidos, ecoou esse ponto de vista em 1910, quando explicou que o Banco da Inglaterra elevou sua taxa de desconto em 1907 para garantir os pagamentos de outros países pelo dinheiro devido para os Estados Unidos em vez de impedir o fluxo de ouro para Nova York. Londres era o mercado monetário central do mundo, e suas taxas de juros foram aumentadas para evitar a necessidade de financiar todos os pagamentos para os Estados Unidos.[34]

Em contraste, Bonelli afirmou que Paris era o centro que regulava a liquidez do mundo quando discutiu os vínculos da Itália com a crise de 1907.[35] Um dos estudantes mais perspicazes das finanças pré-Primeira Guerra Mundial afirmou que "Paris emerge nesse estudo como o *mais forte* [destaque do original] centro financeiro do mundo antes de 1914, se [considerarmos] que o fato de a taxa de curto prazo ser relativamente a mais baixa de todas for uma indicação de força. Essa conclusão parece contradizer a opinião geral de que Londres era o centro monetário mundial". Morgenstern tentou reconciliar essas declarações ao distinguir a abundância dos fundos em Paris e o "maquinário" em Londres para colocar os fundos em movimento.[36] A distinção parece forçada. Cada centro tinha seus clientes particulares: A Itália e a Rússia para Paris, os Estados Unidos e as colônias britânicas para Londres. A Bélgica, os Países Baixos e a Alemanha estavam mais ligados a Londres do que a Paris. Além disso, aquela emprestava fundos para todo o mundo e então Paris fazia empréstimos para um número menor de países.

12.3 O emprestador de última instância depois da Primeira Guerra Mundial

Não havia emprestador internacional de último instância durante a crise de 19201921. Parte da paralisação foi retomada pela depreciação das várias moedas europeias. Em uma crise causada por fraqueza no balanço de pagamentos e nos fluxos de saída de dinheiro, a depreciação da moeda de um país leva a aumentos nos preços domésticos dos bens transacionáveis (considerando as mercadorias e os serviços exportados e importados, aqueles que podem ser exportados e ainda os que competem com as importações). Um choque pode produzir outro tipo de crise – transferindo-se do dinheiro para as mercadorias – levando à hiperinflação, como aconteceu na Europa oriental e central em 1923 nos países recém-independentes que foram parte do Império Austro-Húngaro e lidavam com novas fronteiras e a falta de mecanismos para coleta de impostos.[37] O cenário é similar ao do romance de suspense de Paul Erdman, *A crise de 1979*, no qual a crise financeira é enfrentada imprimindo-se enormes quantias de dinheiro e permitindo-se que o dólar norte-americano flutuasse, o que levou à disparada da demanda por mercadorias.[38]

A maioria dos governos na Europa ocidental no início dos anos 1920 buscava estabilizar suas moedas com suas antigas paridades de 1914 em relação ao ouro – restaurar o *status quo ante bellum* (ou seja, a situação antes da guerra). Esses países, muitas vezes, usavam empréstimos de estabilização, similares em alguns aspectos mas não idênticos a empréstimos de um emprestador de última instância, para amortecer a depreciação das suas moedas. O franco francês estava sujeito a um ataque especulativo em 1924: muitos estrangeiros compraram francos quando a moeda se desvalorizou em 1919-1920, prevendo grandes ganhos com a subsequente revalorização para sua paridade pré-guerra – mas acabaram desistindo e venderam.[39] Especuladores em Amsterdã, Viena e Berlim (talvez estimulados pelo governo alemão) venderam francos prevendo que seriam capazes de comprá-los mais tarde a preços muito mais baixos.[40] Especuladores que haviam lucrado com suas posições curtas no marco alemão quando este se desvalorizou na hiperinflação de 1923-1924 voltaram sua atenção para o franco francês. Centenas de milhares de franceses com títulos líquidos com denominação em francos buscavam sinais, como os adiantamentos do Banco da França para o governo francês se aproximarem do teto legal.

Em 4 de março de 1924, o pânico eclodiu. O franco, que valia 98 para uma libra, em 17 de fevereiro, e 104, em 28 de fevereiro, atingiu 107, em 4 de março. O governo Francês e o Banco da França então se reuniram em sessões emergenciais. A J. P. Morgan & Co. estava disposta a ajudar se certas condições fossem satisfeitas. O empréstimo, um crédito rotativo de seis meses, seria de 100 milhões de dólares e não de 50 milhões, o que o banco, representado por Thomas W. Lamont, julgou ser pouco. O Banco da França resistiu a usar seu ouro como garantia, concordando, somente depois, que foi encontrada uma fórmula que pudesse salvar as aparências. Por sua vez, os administradores do Banco, incluindo Rothschild e De Wendel, exigiram do governo um programa financeiro conservador, o qual foi discutido no domingo, 9 de março, e, dentro de três dias, começou a confusão dos especuladores. O franco valorizou-

se de 123 francos por cada libra para 78 por libra, em 24 de março. O Banco da França então interveio para limitar uma maior valorização, e as restrições contra os especuladores foram bem-sucedidas.[41] Lamont escreveu que "nunca houve uma operação que nos tivesse dado mais satisfação".[42]

O sucesso foi curto. Em 1926, houve outro ataque contra o franco, e a moeda desvalorizou-se para 240 por libra em julho de 1926. Subsequentemente, desvalorizou-se para 125 em resposta às reformas conservadoras de Poincaré e à disparada das taxas de juros que foram estabelecidas para tranquilizar os franceses ricos e induzi-los a trazer seu dinheiro de volta para Paris.

Empréstimos de estabilização foram feitos nos anos 1920 para a Áustria e a Hungria, com as bênçãos da Liga das Nações, e aos diversos novos bancos centrais na Europa Oriental sob acordos feitos com financiadores em Londres, Paris e Nova York. Os mais conhecidos foram os empréstimos Dawes e Young realizados para reciclar as reparações alemãs, que estimularam as compras de obrigações estrangeiras pelos Estados Unidos. Durante os anos 1930, foi muitas vezes sugerido, com ironia parcial, que a França precisava de um empréstimo estabilizador em ouro, uma vez que o franco e as moedas de outros países do bloco do ouro haviam ficado supervalorizadas como consequência de sucessivas desvalorizações da libra britânica, do *yen* japonês e do dólar norte-americano, além da imposição de controles de câmbio dos pagamentos estrangeiros pela Alemanha e Áustria. Dizia-se que o ouro deveria ser colocado em um veículo – como um carro aberto com redoma de vidro – desfilando pelas ruas de todas as cidades e vilas da França para convencer as pessoas que as autoridades tinham abundância do metal, e assim ao encorajar a tirar o ouro escondido na *bas de laine* (bolsa de lã) onde ele era mantido.

A deflação de 1931 destaca a necessidade de um emprestador internacional de última instância de um modo que difere em escala (e, portanto, em tipo) dos episódios anteriores. As questões envolvidas incluíam a imprescindibilidade de empréstimos de magnitude apropriada, o caráter político das transações e a necessidade de que um país ou grupo de países aceitasse a responsabilidade pela estabilidade do sistema.[43] Entre as pessoas que escreveram em linhas similares estão Jørgen Pedersen, R. G. Hawtrey e outros economistas britânicos cujo conselho para seu governo é mostrado no livro de Susan Howson e Donald Winch, *The Economic Advisory Council, 1930-1939*.

Hawtrey apresentou uma análise convincente:

> A crise de 1931 foi diferente das crises anteriores no seu caráter internacional. As crises anteriores foram internacionais, pois a queda dos preços e vendas forçadas afetaram os mercados mundiais. Mas somente uma parte sem importância dos débitos era devida a credores estrangeiros. Em 1931, a característica principal do pânico era o temor dos credores estrangeiros de devedores na Alemanha e Europa oriental pela quebra do mercado de câmbio *mesmo se os devedores continuassem solventes*. Contra um saque de fundos estrangeiros em Londres, causado pelo pânico, isso (elevar as taxas do Banco) foi um remédio muito tardio. Tal saque causado pelo pânico *nunca havia acontecido antes* [...] a causa fundamental dos problemas foi a *instabilidade monetária*. A depressão industrial, as insolvências, as falências bancárias, déficits orçamentários e não pagamento de dívidas, são todos o resultado natural da queda do nível de preços [...]. Torna-se necessário um *emprestador internacional de* última instância. Talvez algum dia o Banco de Compensações Internacionais [...]. Mas como as coisas estão, a função só pode ser realizada por um banco central estrangeiro ou por um grupo de bancos centrais estrangeiros em cooperação.[44]

O *insight* teórico de Hawtrey sobre a prudência de se ter limites sobre esses empréstimos de estabilização foi penetrante:

> Como regra geral, se créditos a um banco central em dificuldades forem ser concedidos, eles [os bancos] devem receber toda a quantia necessária. Não deveria haver um limite. Se a quantia for inadequada e a bolsa ceder de qualquer modo, as somas emprestadas terão sido totalmente desperdiçadas. Pode-se argumentar a favor de créditos ilimitados que se eles *tivessem sido concedidos* não haveria saque de fundos [...] que não haveria crédito para o Banco da Inglaterra ou que esses fossem ilimitados. Mas há algum risco. Créditos ilimitados teriam permitido ao país continuar com o padrão ouro, prolongando condições que estavam rapidamente se tornando intoleráveis [...] a lição: Se o país puder manter o padrão monetário sem pressão indevida, então deve-se garantir crédito ilimitado. Mas se o esforço de manter a paridade for excessivo, não se deve conceder créditos e deve-se permitir que a moeda se desvalorize.[45]

Howson e Winch mostraram uma série de relatórios escritos por economistas britânicos para seus governos nos anos 1930, incluindo um do comitê presidido por J. M. Keynes, cujos membros eram Hubert Henderson, Alfred Pigou, Lionel Robbins e *Sir* Josiah Stamp (Hemming e Richard Kahn eram os secretários). Os relatórios defendiam a cooperação entre bancos centrais, preferivelmente por meio do Banco de Compensações Internacionais, tanto para financiar reivindicações de curto prazo quanto para formar um *pool* para empréstimos que poderia ser usado para impedir desastres monetários como aqueles experimentados no início dos anos 1920 e restaurar a "confiança na estabilidade financeira dos muitos países que estão agora sujeitos à desconfiança".[46]

Em julho de 1932, depois que a Grã-Bretanha abandonou o ouro, mas antes da Conferência Econômica de 1933, o Comitê do Gabinete sobre Informações Econômicas, presidido por Stamp, dessa vez formado por Citrine, Cole, Keynes, *Sir* Alfred Lewis e *Sir* Frederick Leith-Ross (Henderson e Hemming eram novamente os secretários), emitiu um relatório que discutia a "crise financeira internacional". O documento citava Bagehot, as crises de 1825 e 1847, e observava que a Grã-Bretanha não poderia mais atuar como emprestador de última instância. O relatório recomendava que essa função fosse realizada pelo Banco de Compensações Internacionais pela emissão de "papel ouro" chamado de Certificados Internacionais.[47]

A primeira oportunidade de interromper a desintermediação internacional veio em maio de 1931 com o colapso do Credit Anstalt, o principal banco austríaco. O banco central da Áustria havia mantido altas taxas de juros para manter o dinheiro em Viena, o que, por sua vez, contribuiu para a fragilidade da economia e grandes perdas quando os preços dos ativos caíram. A publicação da declaração do Credit Anstalt, em 11 de maio, revelou que ele havia perdido 140 milhões de xelins, cerca de três quartos do seu capital. O governo austríaco pediu então auxílio financeiro à Liga das Nações, que havia organizado os empréstimos de estabilização nos anos 1920 e tinha-se voltado para o novo Banco de Compensações Internacionais estabelecido sob o Plano Young de 1930 para auxiliar na transferência de reparações alemãs. O governo austríaco queria tomar emprestados 150 milhões de xelins (21 milhões de dólares), e durante as duas últimas semanas de maio, o BCI conseguiu um empréstimo de 100 milhões de xelins de onze bancos centrais. Em 5 de junho, o dinheiro do empréstimo havia sido exaurido, e o Banco Nacional Austríaco requisitou outro empréstimo que foi concedido em 14 de junho, sujeito à condição de que o governo austríaco obtivesse um empréstimo de 150 milhões de xelins com prazo de dois a três anos. Os franceses exigiram

que o governo austríaco renunciasse ao acordo de união aduaneira com a Alemanha que havia sido anunciado dois meses antes, mas ele se recusou e caiu. O Banco da Inglaterra ofereceu então um empréstimo de 50 milhões de xelins (7 milhões de dólares) por uma semana: o governo austríaco parou então de atrelar o xelim ao ouro, e a moeda desvalorizou-se.

A corrida transferiu-se para a Alemanha, cuja posição bancária foi enfraquecida por especulação excessiva, anulação por escrito de grandes empréstimos, fraude, disputas entre banqueiros, bancos que estavam comprando suas próprias ações e exaurindo suas reservas líquidas – todos os problemas clássicos.[48] O *outsider* era Jacob Goldschmidt do Danatbank,[49] produto da fusão entre o Darmstädter e os bancos nacionais. Outros banqueiros, incluindo Oskar Wasserman do Deutsche Bank, detestavam Goldschmidt e suas táticas agressivas. Em 1927, o Berlin Handelsgesellschaft havia parado de fazer empréstimos para a Norddeutsche-Wolkämmerei (Nordwolle), uma empresa agressiva da indústria de lã. O Danatbank recebeu a Nordwolle como cliente, mas a falência da empresa, em 17 de junho de 1931, derrubou o banco. Outros banqueiros não estavam dispostos a ajudá-lo por não gostarem de Goldschmidt. Houve complicações políticas, e os problemas financeiros internos levaram a grandes saques que foram interrompidos brevemente pela moratória Hoover. Em 25 de junho, foi acordado um empréstimo de 100 milhões de dólares, no qual 25 milhões seriam pagos por cada banco – Banco da Inglaterra, Banco da França, Banco Central de Nova York e o Banco de Compensações Internacionais –, durante um período que findava em 16 de julho. Hans Luther, presidente do Reichsbank, queria um empréstimo maior e pediu que essa quantia exata não fosse divulgada; por isso, o comunicado dizia apenas que as facilidades de desconto haviam sido arranjadas com valor suficiente. Quando a quantia do empréstimo foi conhecida e a declaração do Reichsbank, em 23 de junho, mostrou que a cobertura das suas reservas era de 40,4%, pouco acima do requerimento mínimo de 40%, o lema tornou-se "que o Diabo leve os retardatários".[50]

Foram discutidos novos empréstimos, mas eles não aconteceriam. Os alemães queriam tomar emprestado US$ 1 bilhão. Os franceses estavam dispostos a considerar um empréstimo de US$ 500 milhões, mas queriam impor condições políticas. O governo dos Estados Unidos preocupava-se com seu provável déficit orçamentário de US$ 1,6 bilhões e achava pouco provável que o congresso norte-americano fosse aprovar o empréstimo de mais dinheiro para a Alemanha, mas estava disposto a considerar a estabilização de empréstimos já existentes para o país – aquilo que o Reichsbank queria, além de empréstimos adicionais. Na Grã-Bretanha, o secretário das relações exteriores, Arthur Henderson, estava atraído pela ideia de um empréstimo, mas Montagu Norman, então governador do Banco da Inglaterra, defendia que o Banco "já havia emprestado tudo o que seria conveniente".[51] O argumento contra os empréstimos estrangeiros era de que a crise foi causada pela fuga de capital doméstico, e não por saques de fundos de investidores estrangeiros. Em 20 de julho, a ideia de um empréstimo havia sido tacitamente abandonada, "colocada de lado por não ser prática".[52] Em vez disso, os alemães dependiam de medidas internas para interromper a desintermediação no país e de um acordo de paralisação, imposto sobre relutantes banqueiros estrangeiros, para impedir o dreno externo.

A pressão especulativa voltou-se então para a Grã-Bretanha. A corrida começou em

meados de julho de 1931, estimulada parcialmente pelas perdas no continente, mas também alimentadas pelos relatórios de May e Macmillian sobre os grandes déficits orçamentários domésticos previstos e a inesperadamente alta estimativa de dinheiro estrangeiro em Londres que poderia ser sacado. Desde 1927, o Banco da França convertia libras britânicas em ouro com um dispositivo de retorno. As libras eram vendidas no mercado de câmbio à vista e compradas no mercado de câmbio a termo, e então o Banco da França solicitava ouro nas datas em que os contratos a termo venciam.[53] A ideia era fazer parecer que o Banco da França estava convertendo somente os novos saldos em libras em ouro, e não as reservas que já possuía. Em meados de 1931, o Banco da França cooperou totalmente e não vendeu nada dos seus depósitos em libras e títulos britânicos. No final de julho, o Banco Central de Nova York e o Banco da França emprestaram, cada um, US$ 125 milhões para o Banco da Inglaterra. Quando esses fundos foram exauridos, o governo britânico contemplou tomar um empréstimo com prazo de um ano nos mercados de Nova York e Paris. O Banco da Inglaterra reportou que os banqueiros estrangeiros não poderiam emprestar fundos para a Grã-Bretanha enquanto ela tivesse um déficit orçamentário tão grande. Os sindicatos britânicos opuseram-se à redução nos pagamentos de auxílios para os desempregados e retiraram seu apoio ao governo trabalhista, que caiu em 24 de agosto. Quatro dias depois, após a formação de um novo "governo nacional", com Ramsay MacDonald novamente como primeiro ministro e Philio Snowden como chanceler do erário público, foram emprestados US$ 200 milhões de um sindicato Morgan em Nova York e outros 200 milhões de um sindicato em Paris. Em uma exibição, os banqueiros apoiaram o governo britânico. Sua própria explicação, ecoando as declarações de Morgan para os franceses nos anos 1920, foi de que eles não estavam impondo condições políticas, mas sim indicando as circunstâncias econômicas nas quais eles sentiam ser justificado arriscar seu próprio dinheiro e o dos seus depositantes.

Em 5 de agosto de 1931, Keynes escreveu para o primeiro-ministro MacDonald (a pedido dele), apresentando uma série de propostas para desvalorização da libra britânica e a formação de uma unidade monetária de câmbio fixo baseada no ouro, sendo pelo menos 25% abaixo da paridade atual, que todos os países-membros do Império Britânico, além da América do Sul, Ásia, Europa Central, Itália e Espanha – de fato, todos os países – seriam convidados a adotar. A carta destacou que, se a libra britânica não pudesse ser defendida com sucesso, seria tolo continuar a tomar empréstimos em moedas estrangeiras para apoiá-la.[54]

Empréstimos de US$ 400 milhões, além dos 250 milhões, não foram suficientes, e os britânicos pararam de apoiar a libra em 21 de setembro. O Banco da França não mostrou aos Estados Unidos as restrições que havia mostrado em relação aos britânicos e, juntamente a outros membros do bloco do ouro, converteu US$ 750 milhões em depósitos em ouro. A pressão deflacionária exercida por essa redução nas reservas de ouro norte-americana e pela desvalorização da libra britânica e das moedas atreladas à libra enfraqueceu o sistema bancário norte-americano. O Banco Central de Nova York não solicitou ajuda ou mesmo um maior prazo para a conversão de depósitos em dólares norte-americanos em ouro. O código dos bancos centrais pede que se escondam as emoções – assim como o condenado que se recusa a ser vendado ao enfrentar o esquadrão de fuzilamento. Em 1929, quando Harrison perguntou a Norman se as libras que o BC de Nova York havia comprado seriam convertíveis

em ouro, ele recebeu uma resposta brusca: "É claro, a libra esterlina é repagável em ouro. Esse é o padrão ouro".[55] Em 1931, Harrison ofereceu auxílio a Moreau na conversão de parte ou todos os dólares do Banco da França em ouro.[56]

Cinco aspectos da história de 1931 são particularmente impactantes: (1) a incapacidade da Grã-Bretanha em agir como emprestador de última instância; (2) a falta de vontade dos Estados Unidos de atuar como emprestador de última instância, à parte o (inadequado) empréstimo para a Grã-Bretanha (o país do "relacionamento especial"); (3) o desejo da França de avançar seus objetivos políticos em relação à Áustria e Alemanha; (4) a paranoia da Alemanha depois de 1923, preferindo qualquer coisa à inflação; e (5) a irresponsabilidade dos países menores.

Essa verificação foi muita questionada. Um analista achou que era necessário algo com maior alcance para restaurar a estabilidade da economia mundial depois da Primeira Guerra Mundial, talvez algo como o Plano Marshall depois da Segunda Guerra.[57] Outro considerou que a economia alemã não poderia ter sido socorrida por um emprestador de última instância em 1931, uma vez que as autoridades estavam determinadas a desfazer o Tratado de Versailles – e especialmente suas cláusulas sobre reparações.[58]

12.4 Bretton Woods e os acordos monetários internacionais

Houve um extenso debate no início dos anos 1940 sobre o projeto das instituições econômicas multilaterais que garantiriam maior estabilidade econômica do que aquela dos vinte anos seguintes à Primeira Guerra Mundial. Seria estabelecida uma instituição internacional de crédito para ajudar países a financiar o equilíbrio de curto prazo dos déficits de pagamento – o que viria a se tornar o FMI. Outra agência de financiamento para auxiliar países a financiar sua reconstrução econômica seria também criada, e viria a se tornar o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD ou Banco Mundial). Haveria, ainda, uma organização comercial internacional para solucionar disputas comerciais e proporcionar um fórum para redução de tarifas e outras barreiras comerciais. O advento da organização internacional do comércio foi muito postergado, mas seu preâmbulo, o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (em inglês, GATT), proporcionou a base para uma organização capaz de lidar com questões de políticas comerciais de modo menos ambicioso. Finalmente, mais de cinquenta anos depois, o GATT tornou-se a Organização Mundial do Comércio (OMC).

O debate sobre a instituição internacional de crédito, que viria a se tornar o FMI, ocorreu principalmente entre os britânicos e os norte-americanos, que tinham pontos de vista diferentes sobre sua estrutura e seus recursos financeiros. O "Plano Keynes" previa uma instituição que teria seu próprio dinheiro ou unidade contábil. Os países-membros seriam dotados com depósitos nessa instituição, que poderiam ser transferidos para outros países e financiar seus déficits no balanço de pagamentos. Segundo o ponto de vista norte-americano,

com o “Plano White” cada país-membro transferiria ouro e sua própria moeda para a instituição a fim de garantir seu capital. Cada país-membro teria uma cota baseada no volume dos seus negócios e das suas reservas de ouro, que determinaria sua subscrição de capital e as quantias de ouro e da sua moeda que ele transferisse para a instituição como parte dessa subscrição. Um país-membro que quisesse financiar um déficit na balança de pagamentos iria então “comprar” uma das moedas em posse da instituição com sua própria moeda; o valor que o membro poderia comprar dependeria da sua cota.

Os norte-americanos tinham o poder financeiro, e seu ponto de vista prevaleceu, então os britânicos fizeram-nos concordar em dobrar o capital inicial da instituição.

Os artigos do acordo do FMI continham um conjunto de regras para o gerenciamento dos valores das moedas dos países-membros. Cada um deveria: declarar uma paridade para sua moeda, relativamente ao ouro ou a dólares norte-americanos; limitar a variação no valor da sua moeda dentro de uma estreita faixa ao redor da sua paridade e obter a aprovação do FMI antes de alterar o valor desta para mais de 10% em relação à sua paridade inicial.

Apesar da motivação em estabelecer uma instituição de crédito que ajudaria a evitar uma repetição das experiências na década de 1930, a estrutura do FMI indicava que ele não poderia agir como emprestador de última instância porque não tinha seu próprio dinheiro. Em vez disso, o FMI poderia emprestar dinheiro para os países e assim os ajudar a financiar seus déficits de conta-corrente. Os países poderiam então reter controles de câmbio para limitar os fluxos de capital que poderiam complicar sua capacidade de reter suas paridades; os empréstimos do FMI deveriam ser pagos. Havia limites estreitos sobre o valor dos empréstimos para cada país, estabelecidos pelas cotas deles, as quais eram divididas em quatro partes, e não mais de uma parte poderia ser sacada em um dado período de doze meses. Sacar da primeira parte era mais ou menos automático. Depois disso, o acesso ao crédito era uma questão de graciosidade por parte do FMI, em vez de de direito, como o plano de Keynes havia proposto.

Durante o período de dez a quinze anos depois do fim da Segunda Guerra Mundial, o FMI e o Banco Mundial ficaram de lado, porque a maior parte da reconstrução econômica foi financiada sob o Plano Marshall e, principalmente, na forma de auxílios. O sistema Bretton Woods não entrou em operação total até 1958, depois que a libra britânica se tornou conversível em outras moedas na conta de capital e as restrições sobre os fluxos de dinheiro foram abandonadas.

A falta de atenção aos fluxos financeiros logo precisou ser modificada. Provou-se ser impossível manter a conversibilidade nas contas de capital e os controles sobre os movimentos de capital, uma vez que grandes transferências poderiam ocorrer por pagamentos disfarçados, associados com exportações e importações. Um país convocado a pagar em dinheiro por importações, em vez de ter um crédito de três meses, e forçado a estender um crédito de seis meses para as exportações, em vez de três, poderia perder rapidamente as reservas de ativos internacionais, que deveriam ser iguais ao valor de seis meses da média das suas exportações e importações.

Em 1960, o Acordo Geral para Obtenção de Empréstimos (General Arrangements to Borrow – GAB) foi adotado para aumentar os fundos disponíveis para o FMI. Dez grandes

economias, o Grupo dos Dez, prometeram um total de US$ 6 bilhões que o Fundo poderia usar quando seus próprios recursos se mostrassem insuficientes para financiar os déficits de pagamento de seus membros. Muitos países acreditavam que os recursos do Fundo ainda seriam insuficientes, e além disso, o processo de tomada de decisões do FMI era laborioso e lento. Decisões eram tomadas por votação ponderada por parte dos diretores, muitos dos quais representavam mais de um país. Apresentar uma proposta, obter instruções e chegar à decisão de ajudar um país em crise poderia levar três semanas.

Os fluxos internacionais de dinheiro aumentaram nos anos 1950 e 1960. A distância econômica estava diminuindo devido a desenvolvimentos tecnológicos e às fortes quedas nos custos da comunicação e armazenamento de informações. Richard Cooper enfatizou esse desenvolvimento:

> Um indicador quantitativo grosseiro desse desenvolvimento é dado pelo contraste entre a especulação máxima diária de menos de US$ 100 milhões em relação à libra esterlina, na "enorme" corrida de agosto de 1947, com a especulação máxima diária de mais de US$ 1,5 bilhão a favor do marco alemão em maio de 1969, e o movimento de mais de 1 bilhão para a Alemanha em menos de uma hora em maio de 1971. Além disso, quando as barreiras da ignorância caírem mais, não haverá motivo para que US$ 1,5 bilhão não possam aumentar para 15 bilhões, ou mesmo 50 bilhões ao dia[59]

A rotatividade diária do mercado monetário havia atingido 1 trilhão no final dos anos 1990. O aumento nas transações nas moedas das economias dos mercados emergentes foi ainda mais rápido.[60]

A elevação nos fluxos internacionais de dinheiro desafiou a capacidade dos bancos centrais de reter suas paridades. Alguns deles experimentaram vender suas moedas no mercado de câmbio a termo, o que lhes permitiu manter suas paridades sem exaurir suas reservas – pelo menos não até que os prazos dos contratos vencessem: nessas datas, os bancos centrais poderiam "postergar" ou renovar esses contratos. Alguns observadores acreditavam que essas transações os aliviariam da necessidade de manter reservas de ativos internacionais ou pelo menos reduzir a quantidade de reservas mantidas. A experiência do Banco da Inglaterra, de 1964 a 1967, sugere os limites desse ponto de vista. No final de 1967, seus compromissos para entrega de dólares norte-americanos no mercado de câmbio imediato nas datas em que os contratos do câmbio a termo vencessem eram muitas vezes maiores do que suas reservas de ativos internacionais, e os participantes do mercado tornaram-se cada vez mais relutantes em renovar contratos de câmbio a termo vencido. Em 1964, os britânicos foram capazes de postergar a desvalorização da libra britânica, mas a desvalorização se tornou inevitável em 1967.

Uma das principais inovações financeiras internacionais dos anos 1960 foi o Acordo de Basel, que estabeleceu uma rede de trocas de moedas entre bancos centrais. Os Estados Unidos assumiram um papel de liderança no desenvolvimento dessa rede, uma série de linhas de crédito bilaterais entre pares de bancos centrais – cada um anotava uma quantia em moeda estrangeira como ativo e outra correspondente da sua própria moeda como passivo. Uma vez que as linhas de troca tivessem sido estabelecidas, a moeda estrangeira estaria disponível imediatamente, embora o dinheiro sacado sob as linhas de troca precisasse ser devolvido. A primeira troca envolveu US$ 50 milhões entre o Banco da França e o BC de Nova York, em

março de 1962. Em junho, o banco norte-americano entrou em trocas de US$ 50 milhões com o banco central holandês e belga e em uma troca de 250 milhões com o Banco do Canadá. Em julho, o BC nova-iorquino estabeleceu uma linha de 25 milhões com o Banco Nacional Suíço. Assim, em outubro de 1963, a rede de troca havia aumentado para US$ 2 bilhões, e em março de 1968, para 4,5 bilhões, chegando a 18 bilhões em julho de 1973.[61]

Em 1961, quando a libra britânica estava sob ameaça, representantes dos principais bancos centrais, em uma reunião do Banco de Compensações Internacionais, empenharam um total de US$ 1 bilhão para crédito. Charles Coombs, vice-presidente sênior do BC de Nova York, considerou esse acontecimento um grande avanço das finanças pós-guerra internacionais.[62] O número era grande o suficiente para convencer os especuladores de que eles não poderiam quebrar a paridade de uma moeda. A maioria dos empréstimos seria pago com os fundos obtidos da repatriação das fugas de capital.

O dinheiro disponível sob as linhas de troca seria a primeira linha de defesa de um país; a segunda seria o acesso ao dinheiro do FMI. Diversos países usaram duas linhas de troca: o Canadá usou mais de US$ 1 bilhão em junho de 1962; a Itália, US$ 1 bilhão em março de 1963; e a Grã-Bretanha, US$ 2 bilhões no último trimestre de 1964. Um pacote de 1,3 bilhão estava disponível para a França em julho de 1968, que teria sido aumentado para 2 bilhões em novembro para defender o franco desvalorizado.[63] A decisão francesa de não auxiliar os britânicos, em setembro de 1965, foi caracterizada como um "chocante repúdio da franco-maçonaria dos bancos centrais". A pressão para "entrar no clube" e o desejo de ser diferente na política externa, sem dúvida, eram intensos. "A França não tinha influência. Os britânicos obtiveram a ajuda que queriam".[64]

A causa aproximada da divisão dos acordos de Bretton Woods foram os esforços do BC norte-americano e do Bundesbank em seguir políticas monetárias divergentes, embora seus mercados monetários estivessem firmemente vinculados por meio do mercado internacional de depósitos. Qualquer esforço em seguir políticas monetárias divergentes levaria a grandes fluxos de dinheiro. O BC dos Estados Unidos embarcou em uma política de expansão monetária seis a oito meses antes da eleição presidencial de 1972, enquanto o Bundesbank mantinha altas taxas de juros. Houve um grande deslocamento de dinheiro da era do dólar para a do marco.

A queda nas taxas de juros dos títulos em dólares norte-americanos levou ao relaxamento dos padrões de empréstimo, como em 1825, 1853, 1871 e 1885. Os bancos sediados em Nova York, Londres, Tóquio e outros centros financeiros começaram a emprestar livremente para Brasil, México, Argentina e outros países em desenvolvimento, além da União Soviética e dos países do bloco oriental.

O grande fluxo de fundos de Nova York para a Alemanha e outros lugares tornou impossível o arranjo das moedas atreladas. Os Estados Unidos não fizeram nenhum esforço para defender a nova paridade do dólar norte-americano que havia sido estabelecida no Acordo Smithsoniano, e, em fevereiro de 1973, a especulação de que o marco se valorizaria novamente levou a um fluxo cada vez maior de dinheiro para Frankfurt. O Bundesbank parou de comprar dólares norte-americanos, e o marco valorizou-se imediatamente.

A maioria dos economistas achava que a adoção das taxas de câmbio flutuantes amorteceria muito o movimento de dinheiro sensível às taxas de juros e que, quando as moedas estivessem flutuando, os bancos centrais seriam capazes de seguir políticas monetárias independentes sem quaisquer efeitos externos inconvenientes. Os economistas discordavam sobre os movimentos de dinheiro especulativo: seriam estabilizadores ou, ocasionalmente, seriamente desestabilizadores? O ponto de vista geral era de que o medo das perdas monetárias deteria os fluxos internacionais de dinheiro, mas esse ponto de vista se mostrou errado. Muitos bancos consideravam as moedas como uma nova classe de ativos que poderiam ser negociados com lucro.

Sob essas novas circunstâncias, a necessidade inicial de um emprestador de última instância mostrou ser doméstica, embora relacionada às finanças internacionais – pelo menos por algum tempo. As alterações nos valores da moeda encorajavam especuladores, incluindo alguns que trabalhavam para bancos. O Banco Herstatt de Colônia e o Franklin National Bank de Nova York perderam dinheiro negociando moedas, e faliram em junho de 1974. O fechamento do Herstatt no meio de um dia de negociações criou um novo problema, porque o banco alemão havia coletado o dinheiro que lhe era devido em transações monetárias, mas foi fechado antes que pagasse a contraparte em marcos alemães aos outros bancos. Por algum tempo, o consórcio que garantia seus passivos estava interessado somente em obrigações domésticas alemãs e preparado para permitir que as somas devidas a bancos estrangeiros não fossem cobradas. Entretanto, ele reconsiderou: os passivos totais do banco foram cobertos, os internacionais e os domésticos, e nenhuma onda de choque foi sentida no exterior. A Federal Deposit Insurance Corporation assumiu os depósitos do Franklin National até o limite de 40 mil, e o BC norte-americano, agindo como emprestador de última instância, garantiu os passivos restantes.

Os acordos realizados no Banco de Compensações Internacionais no chamado Protocolo Basel de março de 1975 deveriam resolver a questão da responsabilidade nacional no caso da falência de um banco. Um novo problema surgiu em 1982, quando a subsidiária do Banco Ambrosiano de Milão em Luxemburgo deixou de pagar US$ 400 milhões em dívidas para outras instituições financeiras europeias. O banco da Itália recusou-se a pagar essas dívidas com a base legal de que a unidade de Luxemburgo do Ambrosiano era uma subsidiária do banco de Milão, que foi incorporada sob as leis de Luxemburgo e, por isso, seus ativos e passivos eram distintos daqueles da sede do banco. Isso colocou uma nuvem sobre o Protocolo Basel.

Os grandes aumentos no preço do petróleo em 1973 e, novamente, em 1979 levaram à disparada das receitas de exportação dos países produtores de petróleo e seus ativos internacionais. As receitas de exportação dos países em desenvolvimento expandiram rapidamente, e as tendências de suas taxas de crescimento elevaram-se; dessa forma, os empréstimos bancários para esses países dispararam.

O aumento na produção de petróleo no Mar do Norte, no México e em outras partes, somado ao declínio na demanda devido à recessão global no início dos anos 1980, levou à redução do preço do petróleo. Em meados de 1982, o México e muitos dos menores países produtores de petróleo estavam em dificuldades financeiras.

Os créditos que estavam em acordos de troca eram limitados para os maiores países industriais e não estavam disponíveis para países em desenvolvimento, que dependiam de créditos do FMI quando sofriam crises financeiras. Mas como muitos desses países tinham uma forte aversão às condições exigidas pelo FMI, tentaram renegociar as dívidas com os bancos financiadores. Era um dilema onde um problema gerava outro, que, por sua vez, reproduzia o primeiro. Muitas vezes esses bancos insistiam que os países em desenvolvimento obtivessem um selo de aprovação do FMI antes que pudessem refinanciar os empréstimos vencidos.

Quando as condições financeiras ficaram sérias, um "empréstimo-ponte" podia ajudar o tomador de empréstimos durante o período de negociação.

O BC de Nova York estendeu um empréstimo-ponte de 1 bilhão para o México em 1982, e o Tesouro dos Estados Unidos comprou US$ 1 bilhão em petróleo com pagamentos atuais de entrega futura para a Reserva Estratégica de Petróleo dos Estados Unidos. Esses empréstimos *ad hoc* permitiram ao México lutar e evitar acumular suas dívidas. Os devedores gostaram desse acordo porque, caso contrário, teriam sido cortados dos mercados internacionais de capital por uma geração (se as indicações da história estiverem corretas); além disso, eles queriam mais capital estrangeiro para aumentar suas taxas de crescimento econômico. Os credores gostavam desses acordos porque, se os tomadores de empréstimos não pagassem, seriam forçados a anular os empréstimos e reconhecer grandes prejuízos; em períodos anteriores, a inadimplência era uma preocupação menor para o sistema de crédito dos países desenvolvidos, já que afetava títulos em posse de indivíduos e não empréstimos feitos por bancos. No entanto, a inadimplência das dívidas do Terceiro Mundo, na década de 1980, poderia levar a corridas para os maiores bancos internacionais devido à preocupação sobre a adequação do seu capital.

PETRODÓLARES, DÍVIDA EXTERNA E O II PND NO BRASIL

Em 1973, com a crise do petróleo e a súbita elevação do seu valor em quatro vezes, os países exportadores desse produto receberam um forte fluxo de divisas. Dadas as limitações de seus mercados financeiros domésticos, esses países aplicaram esses recursos no mercado financeiro internacional, gerando um período de grande liquidez financeira, tornando popular o termo petrodólares. No Brasil, eles foram fundamentais para financiar o chamado II PND, plano do governo militar de resposta ao choque do petróleo no Brasil. O II PND ou Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979) foi um plano econômico brasileiro lançado no final de 1974, durante o governo do general Ernesto Geisel, que tinha como finalidade estimular a produção de insumos básicos, bens de capital, alimentos e energia no país. O II PND foi uma resposta à crise econômica decorrente do primeiro choque do petróleo, no fim do chamado milagre econômico brasileiro, período que vai de 1968 a 1973, com taxas de crescimento superiores a 10% ao ano. Foi o último grande plano econômico do ciclo desenvolvimentista.

O II PND propôs-se a realizar um ajuste estrutural na economia brasileira. À época da crise do petróleo, o Brasil era altamente dependente do produto, principal componente da sua matriz energética. O consumo vinha crescendo a taxas altíssimas, e cerca de 80% do petróleo consumido provinha de importações. Uma das diretrizes propostas pelo PND era a redução da dependência do petróleo no Brasil, por meio do investimento em pesquisa, prospecção, exploração e refinamento de petróleo dentro do país e o investimento em fontes alternativas de energia, como o álcool e a energia nuclear. Em outra frente, o plano buscou dominar todo o ciclo produtivo industrial ao investir pesadamente na produção de insumos básicos e bens de capital. O sucesso do II PND dependia de grande volume de recursos e de financiamento a longo prazo. Grande parte desses financiamentos foi conseguida com os petrodólares, reciclados de volta para a economia brasileira pelos bancos europeus e norte-americanos instalados na Europa. Esse movimento criou uma enorme dívida externa no país, contraída principalmente por meio das empresas estatais; outra parte veio das linhas públicas de crédito, oferecidas pelo BNDES. O plano teve êxito parcial, uma vez que o parque produtivo industrial se sofisticou bastante, mas essa industrialização ocorreu a

um preço alto, com a explosão da dívida externa que acabou resultando em uma grande crise de endividamento da economia brasileira no início dos anos 1980.

12.5 Condicionalidade

O ponto de vista populista é que o FMI tem sido extremamente restritivo quanto à seleção de políticas monetárias e fiscais para países emergentes. A maioria dos financiadores, tanto domésticos quanto internacionais, estipulam condições para conceder empréstimos. Alguns analistas franceses ficaram irritados com as exigências feitas pela J. P. Morgan & Co. para conseguir um empréstimo de estabilização em 1924,[65] embora a resposta padrão indique que os financiadores têm uma obrigação para com seus depositantes visando à garantia de que seus empréstimos sejam pagos. As condições francesas de empréstimos para a Áustria e Alemanha em 1931 foram políticas, e os empréstimos norte-americanos e franceses para a Grã-Bretanha em meados daquele ano foram considerados pelo Partido Trabalhista como uma "rampa para banqueiros" (nos Estados Unidos, "extorsão"), já que os financiadores achavam que as recomendações do Comitê Britânico de Maio para equilibrar o orçamento e reduzir os benefícios para os desempregados deveriam ser seguidas.

Não foram atreladas condições aos créditos realizados sob trocas, embora tenha havido "entendimentos". Quando o Banco de Compensações Internacionais faz um empréstimo para a Hungria sob uma troca, sabe que ela irá obter os fundos para pagar o que deve com o acesso ao crédito com o FMI, pois são estipuladas condições para esse empréstimo – as mesmas requisitadas por um membro do G-7 que toma empréstimos com o FMI, como a Grã-Bretanha fez em 1976.[66]

12.6 A crise mexicana de 1994-1995

A crise financeira mexicana de 1994 começou com uma revolta de camponeses em janeiro e o assassinato do principal candidato presidencial do partido político dominante. O fluxo de entrada de dinheiro estrangeiro reduziu-se dramaticamente, e a capacidade do Banco do México de suportar o peso no mercado monetário para financiar o grande déficit da conta-corrente exauriu-se rapidamente.[67] Em abril de 1994, os Estados Unidos e o Canadá vieram para o resgate, principalmente devido ao "relacionamento especial" mediante o Acordo de Livre Comércio Norte Americano, de novembro de 1993. Uma linha de crédito de US$ 6,7 bilhões foi estabelecida – os Estados Unidos forneceram 6 bilhões e o Canadá, 700 milhões. Os problemas mexicanos continuaram: houve outro ataque ao peso em dezembro de 1994, provocado, parcialmente, pela fuga de dinheiro mexicano e, parcialmente, pelo saque de dinheiro por investidores estrangeiros desencantados. Em janeiro de 1995, o Tesouro dos Estados Unidos organizou um fundo de resgate de US$ 50 bilhões, incluindo 20 bilhões do Fundo de Estabilização Cambial dos Estados Unidos, 18 bilhões do FMI, 10 bilhões dos

bancos centrais europeus organizados pelo BCI e 2 bilhões do Canadá.[68]

O valor mostrou-se persuasivo. Os fluxos de saída de capital e dinheiro começaram a retornar para o México. Somente US$ 12,5 bilhões da linha de crédito dos Estados Unidos foram sacados, e, no final de 1995, os reembolsos foram iniciados com a ajuda de empréstimos privados de dinheiro.

Diversas questões permanecem sobre a operação de resgate mexicana em 1994-1995. Uma é se os empréstimos feitos no início dos anos 1980 levaram os mexicanos a acreditar que a ajuda viria se encontrassem dificuldades novamente – a questão do risco moral. Outra é se os grandes valores dos créditos criaram um precedente que levaria a problemas futuros – e o mais importante: as autoridades financeiras realmente impediram que o contágio e a crise se espalhassem para o Brasil e para a Argentina, assim como se havia espalhado para a Áustria em maio de 1931?

Bagehot anunciou a prescrição de que um emprestador de última instância deveria emprestar livremente, porque limites baixos são perturbadores. Empréstimos em uma escala que parece estar além de todas as possibilidades precisam ser vistos como livre concessão de crédito.

12.7 A crise do leste asiático de 1997

A crise financeira no leste asiático que começou em julho de 1997 envolveu financiadores eufóricos em países desenvolvidos ansiosos para diversificar seus portfólios e tomadores de empréstimos em países em desenvolvimento que queriam aumentar seus investimentos e suas taxas de crescimento, pressionados pelos países industrializados para desregulamentar seus mercados financeiros. Outros fatores incluíram o “capitalismo de compadre” na Indonésia, um governo fraco na Tailândia, enormes conglomerados (*chaebol*) na Coreia do Sul e muitos empréstimos bancários ruins. O estado catatônico da política econômica no Japão tirou da região o que havia sido uma grande fonte de demanda, e a expansão dos investimentos diretos do país em regiões com salários baixos e de empréstimos bancários contribuíram para o aumento nos déficits de balança corrente desses países. Os bancos europeus também ampliaram seus empréstimos, e as moedas da maioria dos países supervalorizaram-se em resposta a esses fluxos de entrada de dinheiro. Países com grandes déficits na conta-corrente e moedas supervalorizadas são vulneráveis a qualquer choque, o que leva a uma queda nos fluxos de entrada de dinheiro.

A desvalorização do *baht* tailandês no início de julho de 1997 disparou o efeito contágio: o fluxo de dinheiro para outros países asiáticos foi reduzido e, então, se inverteu. O presidente da Malásia, doutor Mahathir, culpou os especuladores estrangeiros e, especificamente, George Soros, nos Estados Unidos, que por sua vez afirmou que não havia vendido *ringgits* a descoberto enquanto a Malásia estava construindo dois novos edifícios maiores do que qualquer outro no mundo. No entanto, esse país não buscou empréstimos do FMI; em vez disso, impôs controles sobre os fluxos de saída de dinheiro e pagamentos de juros para

credores estrangeiros. Tailândia, Indonésia e Coreia do Sul tomaram empréstimos do FMI (seus valores, além dos empréstimos para o México em 1994-1995, são apresentados a seguir na Tabela 12.1).[69]

TABELA 12.1 COMPROMISSOS FINANCEIROS OFICIAIS (EMPRÉSTIMOS DE ÚLTIMA INSTÂNCIA, EM BILHÕES DE DÓLARES).

PAÍS	FMI	BANCO MUNDIAL	BANCO DO DESENVOLVIMENTO ASIÁTICO	COMPROMISSOS BILATERAIS	TOTAL
Tailândia	3,9	1,9	2,2	12,1	20,1
Indonésia	10,1	4,5	3,5	22,0[a]	30,0
Coreia do Sul	21,0	10,0	4,0	22,0	57,0
Total	35,0	16,4	9,7	56,1	117,1
Item da nota					
México	17,8	1,5	1,3[b]	21,0	51,6

[a] Incluindo o uso de uma reserva de contingência de 5 bilhões de dólares da Indonésia.
[b] Banco Interamericano de Desenvolvimento.

O relatório do Banco de Compensações Internacionais observou que os US$ 50 bilhões em linhas de crédito para o México tiveram um “efeito psicológico sobre os mercados” e interromperam a erosão da confiança doméstica.[70] Esses compromissos de crédito também consumiram os fundos disponíveis para operações futuras de resgate. No final de 1998, o congresso norte-americano concordou com a proposta da administração Clinton de aumentar as cotas e o capital do FMI, que assim foi capaz de ajudar o Brasil quando o país precisou.

O FMI não é um banco central e, portanto, não pode criar dinheiro. Em vez disso, pode emprestar o que obteve com as subscrições de capital dos seus membros e de seus próprios empréstimos.

Um banco central mundial seria um emprestador de última instância mais eficiente do que o FMI, mas é improvável que exista um. Fora da União Europeia, a maioria dos grandes países considera a emissão e o controle de moeda uma questão de soberania. Nos Estados Unidos, essas funções são garantidas pela Constituição.

12.8 Os Estados Unidos e o dólar

Os Estados Unidos assumiram a liderança nos anos 1940, 1950 e 1960 ao estabelecer novos acordos financeiros internacionais – o FMI e o Banco Mundial, o Acordo Geral para Obtenção de Empréstimos, os direitos especiais de giro, a rede de troca e o *pool* de ouro.

Além disso, assumiram a iniciativa, no final dos anos 1980, ao atender países em desenvolvimento e reduzir os valores de seus empréstimos aos grandes bancos internacionais para que eles fossem novamente dignos de crédito, ocupando, ainda, um papel de liderança quando países como o México, Rússia e Coreia do Sul tiveram grandes problemas com pagamentos internacionais.

Uma das maiores surpresas no início dos anos 1980 foi o desenvolvimento de um déficit comercial persistente nos Estados Unidos, depois de cem anos de excedentes comerciais. Ele começou em 1980 e levou a uma mudança dramática na posição financeira internacional do país, que em 1980, era o maior credor do mundo. Sua posição total como tal era maior do que as posições combinadas de todos os outros países credores. Em 2000, os Estados Unidos tornaram-se o maior país devedor do mundo, e sua posição de débito era maior que as de todos os demais devedores como um grupo, e o total das dívidas norte-americanas continuou a aumentar.

Existe uma analogia entre o déficit persistente nos anos 1950 e 1960 e o nas décadas de 1980, 1990 e posteriores. Esse déficit se desenvolveu porque a demanda por reservas internacionais de ativos por parte dos países era maior do que o aumento na oferta de novas reservas de ativos de fontes fora dos Estados Unidos. Eles desenvolveram um déficit comercial permanente devido à demanda de outros países por títulos com denominação em dólares norte-americanos e ativos reais norte-americanos.

No final dos anos 1960 e durante o início dos anos 1970, a disposição das instituições oficiais estrangeiras em adquirir reservas diminuiu, o que pode refletir, se as indicações atuais estiverem corretas, as crises dos últimos dois terços dos anos 1990. Os Estados Unidos também foram a economia mais bem-sucedida durante os anos 1990, e alguns analistas econômicos sugeriam que a inflação baixa, o reduzido desemprego, os excedentes no orçamento governamental e o progresso técnico fizeram o país entrar em uma "Nova Era", na qual o ciclo de negócios foi amortecido, e as crises financeiras, com respostas rápidas do BC norte-americano, domadas. Entretanto, nem tudo era completamente sólido. A prosperidade dependia de aumentos nos gastos norte-americanos com consumo, de uma queda da taxa de poupança das famílias e, depois de 2002, de uma bolha no mercado imobiliário. As dívidas com cartões de crédito atingiram picos nunca vistos, assim como as falências de várias famílias. A elevação na dívida externa dos Estados Unidos pode causar problemas se a confiança estrangeira no valor do dólar norte-americano cair. Um alerta enfático e talvez exagerado de um economista britânico é intitulado *Seven Unsustainable Processes* (Sete processos insustentáveis). Embora o autor não esteja disposto a discutir datas, diz que é provável que ocorram desacelerações nos próximos cinco a quinze anos.[71]

É possível que os Estados Unidos e seu dólar possam perder suas posições na "economia e primazia financeira mundial".[72]

Alguns cientistas políticos têm fé no que chamam "regimes", hábitos de cooperação construídos durante períodos de liderança (os quais eles denominam "hegemonia").[73] Tal cooperação funcionou bem nos anos 1980, especialmente sob as iniciativas de James Baker, secretário do Tesouro, que abandonou a política de negligência benigna do valor do dólar e elaborou o Acordo de Plaza de setembro de 1985 e o Acordo do Louvre de janeiro de 1987.

Alguns poucos observadores depositaram muita confiança no sistema de reuniões de cúpula entre o G-7, que tiveram fortes tons de cerimônia e pose. No entanto, nas reuniões do G-5 (França, Alemanha, Japão, Grã-Bretanha e Estados Unidos), observou-se o funcionamento de acordos eficazes.

Mas o FMI e o Banco Mundial podem oferecer uma alternativa à decadente liderança dos Estados Unidos? Essas instituições não foram estabelecidas em Bretton Woods para ajudar o país, mas para solucionar os problemas de outros, e trabalham lentamente em um momento de crise que pode exigir decisões em questão de horas, não semanas. Além disso, seus fundos podem mostrar-se muito pequenos para lidar com as forças de mercado quando esses países enfrentam uma situação difícil e precisam do apoio dos bancos centrais do G-7. Esse é particularmente o caso se a moeda em dificuldades for o dólar, e não o euro, a libra ou o *yen*, com mercados financeiros menores.

Embora o dólar tenha problemas, ele continua a ser usado como unidade contábil mundial, embora, cada vez menos, como meio de troca, por falta de um substituto adequado. O Japão e a Alemanha foram bons seguidores do comando norte-americano, mas não o desafiaram. Sob a liderança do presidente De Gaulle, a França enfrentava continuamente as políticas norte-americanas e a dominância do dólar, embora sem muito sucesso, e está hoje totalmente envolvida em questões domésticas, europeias e internacionais. A União Europeia pode crescer em força econômica e financeira, assumindo a primazia econômica mundial; entretanto, no momento, o mundo depende do comando norte-americano por falta de uma alternativa melhor. Mas os Estados Unidos estão contendo-se, preocupados com seus próprios problemas políticos e econômicos, e relutantes em pagar o custo de proporcionar bens públicos internacionais. Os regimes funcionam bem em tempos tranquilos, mas é necessário algo mais decisivo no modo de liderar durante uma crise – e a probabilidade de se escapar de crises econômicas e financeiras nos anos a seguir parece pequena.

O pânico da Lehman – uma quebra evitável

A FALÊNCIA DA LEHMAN BROTHERS HOLDINGS em meados de setembro de 2008, então o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, disparou o mais severo pânico financeiro dos últimos cem anos. A Lehman havia comprado agressivamente títulos relacionados a hipotecas usando dinheiro obtido com empréstimos de curto prazo, e seus ativos valiam mais de trinta vezes o seu capital. O banco foi muito lucrativo durante os anos da bolha, devido ao seu crescimento e sua postura agressiva em relação a riscos. As taxas de retorno para os investidores – indivíduos proprietários de casas, desenvolvedores imobiliários e empresas financeiras – extensivamente alavancadas são muito altas enquanto os preços dos imóveis aumentam, mas o paradoxo é que a impulsão desses investidores pode cair mesmo quando suas dívidas aumentam, porque o valor de seus patrimônios líquidos amplia com a subida de preço dos imóveis.

As primeiras manias analisadas neste livro ocorreram quase quatrocentos anos atrás, e muitas das manias e pânicos aconteceram há mais de cem anos. A crise de 2008 ocorreu em "tempo real", ou seja, enquanto a sexta edição norte-americana deste livro estava sendo preparada.

Quando uma bolha implode, os participantes mais vulneráveis do mercado são aqueles que se expandiram mais rapidamente e têm a maior alavancagem. Quando os preços dos imóveis caíram em meados de 2008, a Lehman ficou sujeita a duas corridas – os investidores e fundos de *hedge* venderam suas ações, tanto aquelas de sua propriedade quanto as que puderam tomar emprestadas, e os portadores de notas promissórias do banco estavam relutantes em renovar seus empréstimos para a empresa quando eles venciam. Os dois grupos com a aparente lentidão da Lehman para levantar o capital e contrabalançar a queda do seu valor total causada pelo recuo do valor dos seus títulos relacionados a hipotecas.

Quando a Lehman faliu, os mercados de crédito "congelaram" – a liquidez desapareceu e os volumes de negociações caíram rapidamente. Aconteceu então a tradicional corrida pelo dinheiro, que ocorre quando o ambiente financeiro subitamente se torna muito incerto. As empresas em posição de conceder crédito não queriam fazê-lo, pois desejavam aumentar sua liquidez e suas reservas de dinheiro, e as empresas como a Lehman, que dependiam muito de

fundos emprestados por curtos períodos para financiar seus ativos, acharam muito difícil – e extraordinariamente caro – refinanciar suas promissórias vencidas. Assim, disparou o prêmio de risco embutido na estrutura das taxas de juros, as quais aumentaram trinta a quarenta vezes no mercado interbancário em relação às letras do Tesouro dos Estados Unidos e as taxas de juros sobre obrigações de alto risco dispararam em relação às das obrigações do Tesouro.

O problema de política econômica para o governo norte-americano já era familiar – deveriam ser adotadas novas medidas para restaurar a liquidez ou, em vez disso, a falta de envolvimento do governo deveria continuar, embora fosse possível que os preços dos ativos caíssem ainda mais e um maior número de instituições financeiras falissem, além da possível recessão, severa e talvez prolongada. Por fim, os mercados se estabilizariam; considerava-se que a próxima crise seria menos severa porque os financiadores seriam muito mais cuidadosos. Em contraste, se o governo interviesse para estabilizar os mercados de crédito, a desaceleração econômica seria moderada, mas a próxima crise seria mais severa porque os tomadores de empréstimos e investidores concluiriam que ambos seriam "resgatados" – seja lá o que isso signifique.

13.1 A bolha nos preços dos imóveis nos Estados Unidos

As bolhas são resultado de um crescimento do crédito muito grande para ser sustentável; quando esse crescimento desacelera, os preços de alguns ativos começam a cair. Os preços dos imóveis nos Estados Unidos alcançaram um pico no final de 2006: entre 2002 e aquele ano, o valor de mercado dos imóveis residenciais no país aumentou de US$ 16 mil bilhões para US$ 23 mil bilhões, ou de 110% para 150% do PIB do país – que era 15% maior em 2006 do que em 2002. O grande aumento nos preços das propriedades foi resultado da pronta disponibilidade de crédito hipotecário e levou a um *boom* na construção de novas casas e condomínios. O número de novas edificações era aproximadamente 30% maior que os associados ao crescimento da população e à substituição das residências destruídas em incêndios, tempestades e construção de rodovias.

O aumento no crédito disponível para hipotecas foi facilitado pela securitização, que começou nos anos 1970 e se acelerou depois de 2000. Inicialmente, ela envolveu o depósito de hipotecas com atributos similares (vencimento em um ativo) e então a emissão de novos títulos (obrigações garantidas por hipotecas ou CMOs – Collateralized Mortgage Obligations), que eram créditos sobre a renda dos juros do ativo. Nessa segunda etapa, grupos de CMOs foram "fatiados" em quatro ou cinco diferentes pedaços que diferiam quanto à prioridade sobre a renda dos juros das CMOs. As fatias com maior prioridade sobre esta eram colocadas em um outro ativo, e aquelas com a segunda maior prioridade, em um segundo ativo – e assim por diante. Os investidores conservadores comprariam as CDOs (Collateralized Debt Obligations – obrigações de débitos garantidos), que tinham a maior prioridade sobre a renda dos juros, porque estas eram as menos arriscadas, enquanto os investidores que desejavam

maiores receitas comprariam aquelas com menor prioridade sobre a renda dos juros das CMOs – e, portanto, mais arriscadas.

A *priori*, pode parecer que as CDOs com maior prioridade sobre a renda dos juros das CMOs seriam menos arriscadas do que as CMOs, enquanto as CDOs com menor prioridade sobre sua renda seriam mais arriscadas. De algum modo, as agências de classificação de crédito concluíram, a partir dos seus modelos, que mesmo aquelas CDOs com menor prioridade sobre a renda dos juros das CDOs eram, menos arriscadas do que as CMOs. Esse resultado parecia contraditório, e depois do colapso do mercado de hipotecas, verificou-se que provavelmente as agências de classificação de crédito haviam confiado nas informações sobre o risco de diversas CDOs fornecidas pelos bancos de investimento, ansiosos para satisfazer a demanda dos investidores por títulos com altas taxas de retorno previstas – que, ainda assim, não eram considerados especialmente arriscados. A demanda por “almoços grátis” nunca acaba.

Uma consequência da securitização foi o aumento da quantia de dinheiro disponível para hipotecas, porque esses títulos relacionados a elas eram mais líquidos do que as hipotecas individualmente, e as taxas de juros sobre estas eram correspondentemente menores. Esse aumento significou que alguns tomadores de empréstimos com históricos de crédito menos atraentes se qualificaram para hipotecas porque “o dinheiro estava disponível”. Além disso, havia substanciais inovações nos adiantamentos mínimos necessários para alguns compradores e nos pagamentos de juros – havia hipotecas com taxas ajustáveis ou ARMS (Adjustable-Rate Mortgages), com juros, somente, e com amortização negativa (parte dos pagamentos dos juros que o financiado deveria fazer era somada ao principal dela). Além disso, muitas tinham “taxas de juros isca” – as taxas de juros previstas para os primeiros dois ou três anos eram excepcionalmente baixas e, então, aumentavam em dois ou três pontos percentuais.

Essas inovações foram criadas porque a demanda por títulos relacionados a hipotecas era significativamente maior do que a oferta de empréstimos de tomadores dignos de confiança – o que é comum nos últimos anos de um ciclo expansivo de crédito.

Outra consequência da securitização foi o “aprofundamento financeiro”, ou seja, a oferta de títulos relacionados a hipotecas aumentou duas vezes mais rapidamente do que a de hipotecas. Durante esse processo de aprofundamento, os bancos de investimentos possuíam grandes inventários de hipotecas e títulos relacionados a elas nas suas “linhas de produção e distribuição”, que seriam então vendidos para os investidores; o processo em algumas dessas linhas levava seis meses. Os bancos de investimentos assumiam o risco de crédito associado a essas hipotecas enquanto elas estivessem nas linhas, embora uma parte possa ter se protegido desse risco. Alguns dos bancos de investimento “vendiam” títulos relacionados a hipotecas para seus afiliados cativos se eles não pudessem ser vendidos prontamente para investidores não relacionados.

A securitização de títulos também levou a um relacionamento anônimo entre os tomadores de empréstimos que eram proprietários de imóveis e os financiadores de hipotecas, substituindo o relacionamento tradicional, em que eles se conheciam porque viviam na mesma vizinhança. O novo convívio era um convite à fraude no processo de criação das hipotecas, e

parte desta vinha pelos tomadores de empréstimos, que forneciam informações incompletas ou enganosas sobre suas rendas, ativos e históricos de crédito (o que era conhecido como "empréstimo do mentiroso"). Uma parte das falcatruas vinha de corretores de hipotecas, que encorajavam proprietários de imóveis a assumir dívidas extremamente altas em relação às suas rendas. Alguns desses corretores não se preocupavam com a capacidade dos tomadores de empréstimos em pagar a dívida, porque o risco do crédito seria transferido para outras pessoas na linha de distribuição de crédito. A ansiedade das agências classificadoras de crédito, que queriam ser contratadas para classificar títulos relacionados a hipotecas, "nublou" sua objetividade. Além disso, esse anonimato complicou os "acordos de renegociação" quando os tomadores de empréstimos tiveram problemas em realizar seus pagamentos mensais.

Era inevitável que, em algum momento, os *booms* imobiliários nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha e outros países acabassem, os preços das propriedades caíssem e a construção de novas propriedades desacelerasse (provavelmente de maneira rápida); depois disso, ocorreriam recessões. Havia um significativo desacordo em relação aos impactos da recessão e da desaceleração da construção sobre os preços das casas e sobre a interrupção do crescimento ou a desvalorização dos imóveis. O ponto de vista de muitos financiadores era de que os preços dos imóveis não recuariam porque "os preços dos imóveis nos Estados Unidos nunca antes caíram em um nível nacional"... (Uma declaração factualmente incorreta já que os preços recuaram durante a Grande Depressão.) A maioria das pessoas envolvidas na indústria imobiliária acreditava que não haveria uma queda significativa nos preços das propriedades. Um segundo grupo, muito menor – membros da "escola da reversão à média" – acreditava que os preços cairiam até que a razão tradicional entre o valor de mercados dos imóveis nos Estados Unidos e o PIB do país, correspondente a mais ou menos 10%, tivesse sido restaurada. Segundo um terceiro ponto de vista, as propriedades seriam desvalorizadas entre 10 e 15% abaixo dessa razão tradicional, devido ao excesso de oferta de imóveis que se desenvolveu durante os anos da bolha. Essas quedas abaixo da linha de tendência seriam maiores nas regiões com excesso de oferta.

O início da construção de novos imóveis começou a declinar no final de 2006, o que contribuiu para a desaceleração da taxa de crescimento do PIB norte-americano. Ainda assim, a queda no PIB em 2007 e nos primeiros oito meses de 2008 foi modesta. O número de pessoas empregadas atingiu um pico em dezembro de 2006, e, depois disso, o número continuou a cair, porém modestamente. Durante a primeira metade de 2008, parecia que os Estados Unidos teriam uma desaceleração gradual prolongada até que o excesso na oferta de imóveis fosse quase totalmente absorvido – tudo indicava também que não seria particularmente severa. Entretanto, a falência da Lehman em 15 de setembro disparou a crise mais rígida desde a Grande Depressão.

A experiência japonesa dos anos 1990 sugere que quedas nos preços dos ativos não precisam levar a uma crise ou pânico, embora a métrica do aumento na razão entre o patrimônio familiar e o PIB no Japão fosse dez vezes maior do que nos Estados Unidos – os preços das ações e dos imóveis no Japão aumentaram cinco ou seis vezes, assim como os preços dos imóveis nos Estados Unidos, que subiram 40%. Embora os bancos e a maior parte

das outras instituições financeiras no Japão obtivessem valores negativos em qualquer teste de mercado significativo, nunca houve uma corrida para um grande banco japonês, apesar dos níveis muito modestos de garantia de depósito – pelo menos formalmente.

O Japão era diferente porque se "entendia" que os depositantes dos bancos não sofreriam perdas, mesmo se uma grande instituição financeira fosse fechada. É tradição japonesa é que muitas perdas, as quais nos Estados Unidos e outros países industrializados ocidentais recairiam sobre os indivíduos, são socializadas – os prejuízos são pagos pelo governo e, consequentemente, pelos contribuintes. Na prática, o país tinha uma garantia de depósito de 100%, e as instituições japonesas eram "grandes demais para falir", embora os acionistas de muitos desses bancos acabariam perdendo a maior parte ou todo seu dinheiro.

As pessoas que compraram propriedades em 2005 e 2006 nos Estados Unidos – em muitos casos, foram seus primeiros imóveis, com históricos de crédito irregulares e adiantamentos modestos, ou nenhum deles – foram o primeiro grupo atingido pela queda nos preços dos imóveis. Quando esses tomadores de empréstimos enfrentavam dificuldades em fazer seus pagamentos mensais, vendiam suas propriedades e pagavam suas dívidas hipotecárias – e os preços continuavam a aumentar.

A participação das hipotecas subprime no total das hipotecas era de 6 ou 7% em 2003 e 2004, aumentando para 20% em 2005 e 2006. Muitas exigiam pagamentos de juros muito baixos nos primeiros anos, mas quando os preços das propriedades começaram a cair, vários indivíduos que a haviam comprado com adiantamentos mínimos se viram com "hipotecas invertidas" – suas dívidas tornaram-se maiores do que o valor de mercado de seus imóveis. Essas pessoas tinham então três escolhas – poderiam continuar a fazer os pagamentos mensais da hipoteca, realizar uma venda a descoberto, ou seja, vender a propriedade e rezar para que o financiador "perdoasse" a diferença entre a dívida e a receita da venda, ou então devolver as chaves para os financiadores e ir embora, deixando para eles os custos e fardos do encerramento. Quanto maior fosse a desvalorização das propriedades maior a queda no patrimônio dos proprietários de imóveis, e maior o número de empréstimos hipotecários que não atenderiam as expectativas.

O segundo grupo atingido pela queda nos preços das propriedades foram os corretores que compraram os empréstimos hipotecários dos proprietários, com intenção de vendê-los para os bancos de investimentos, que tinham de doze a dezoito meses para devolvê-las aos corretores se os mutuários parassem de fazer seus pagamentos mensais. Alguns corretores de hipotecas que haviam estendido empréstimos para mutuários subprime faliram em 2005, assim como muitos outros nos últimos meses de 2006, indicando que os bancos de investimento estavam presos a empréstimos recentemente adquiridos que não cumpriam as expectativas, mas que seriam devolvidos aos corretores se estes não tivessem falido.

Os bancos de investimento foram o terceiro grupo afetado pela falta de pagamento dos proprietários de imóveis. Além de ficarem presos a hipotecas recentemente adquiridas, eles foram atingidos de várias outras maneiras. Quando os corretores começaram a cair, ficou muito mais difícil vender títulos relacionados a hipotecas porque o valor deles era complexo para avaliar. Quando o número de hipotecas não pagas aumentou, os bancos de investimento sofreram perdas em suas reservas de dezenas de bilhões de dólares em hipotecas e títulos

relacionados a elas, incluindo alguns CMOs e CDOs que eles não conseguiram vender.

Quando um banco de investimentos se tornava vendedor desses problemáticos títulos relacionados a hipotecas, seus preços caíam rapidamente. A convenção “de mercado” indicava que as empresas portadoras de títulos idênticos deveriam avaliá-los pelo preço recente de mercado. Havia uma imensa anomalia, pois os preços de mercado desses títulos eram muito menores do que os preços com base em seus fluxos de caixa atuais e previstos.

Subsequentemente, os bancos comerciais que haviam adquirido muitas hipotecas em alguns poucos estados faliram devido a grandes perdas. A Federal Deposit Insurance Corporation fechou os bancos que sofreram perdas excepcionalmente grandes em relação ao seu capital, e seus depósitos foram vendidos para instituições que tinham uma posição de capital segura. Quase duzentos bancos comerciais haviam falido no final de 2009, e o dinheiro coletado pelo FDIC com o prêmio do seguro pago pelos bancos foi usado para garantir que nenhum depositante sofresse perdas. As reservas acumuladas com os pagamentos desses prêmios eram consumidas rapidamente.

O FDIC tinha uma linha de crédito de US$ 500 bilhões com o Tesouro dos Estados Unidos, da qual ele raramente sacava, porém, se ela fosse exaurida, o congresso quase certamente votaria por mais fundos para o FDIC. Antecipando que as perdas iriam exceder os pagamentos dos prêmios, o FDIC queria que os bancos fizessem adiantamentos dos prêmios.

Diversos dos fundos de *hedge* administrados pela Bear Stearns faliram em março de 2007. Eles possuíam títulos relacionados a hipotecas e estavam extremamente alavancados. Então, em meados de agosto, a Countrywide Financial, a maior financiadora de hipotecas nos Estados Unidos, teve um problema de liquidez, pois procurava aumentar rapidamente sua participação no mercado nacional de hipotecas e passou a depender de empréstimos no mercado de papéis comerciais para financiar cerca de um terço das hipotecas que havia adquirido. A Countrywide foi incapaz de renovar seus empréstimos em papéis comerciais quando esses venceram, e, inicialmente, sacou das linhas de crédito que tinha em bancos comerciais, fazendo então uma nova emissão de ações preferenciais para o Banco da América, que poucas semanas depois, comprou a Countrywide. Ao mesmo tempo, a Northern Rock, a maior financiadora de hipotecas na Grã-Bretanha, começou a fazer empréstimos com o Banco da Inglaterra porque também não foi capaz de refinanciar suas dívidas em papéis comerciais quando elas venciam.

A DOUTRINA DE BAGEHOT E OS BANCOS INSOLVENTES

Segundo a doutrina de Bagehot discutida no Capítulo 11, um banco central deveria emprestar livremente – mas com uma taxa de juros de penalidade – para reduzir a probabilidade de que uma crise de liquidez se transforme em uma crise de solvência quando um banco comercial vende ativos para obter dinheiro e atende às demandas dos depositantes, que querem o seu dinheiro. Nesse caso, os preços desses ativos cairiam, e parte dos bancos que anteriormente eram bem capitalizados poderia ficar com tão pouco capital que o valor dos ativos nos seus portfólios também recuaria.

A extensão do crédito do banco central para um banco com falta de liquidez é um “resgate” dos seus acionistas. De outro modo, esse banco seria forçado a fechar e os acionistas perderiam todo o seu dinheiro.

Bagehot provavelmente teria aconselhado a não conceder auxílio financeiro a um banco insolvente. Suponha, entretanto, que o Banco Alpha – ou o Lehman ou o Royal Bank of Scotland – seja solvente. O governo deveria dar assistência financeira para garantir que o Banco Alpha pudesse continuar a operar, embora ele tenha um valor total negativo – como o Tesouro dos Estados Unidos fez com o Fannie Mae e Freddie Mac? Se o Banco Alpha for à falência, segundo o

procedimento legal, seus ativos devem ser vendidos para satisfazer seus credores; assim, os os preços desses ativos cairiam e algumas instituições, antes solventes, poderiam passar a ter pouco capital.

A lógica que Bagehot usou para justificar o fornecimento de crédito do banco central a um banco sem liquidez que seja solvente também justifica por que o governo deveria dar assistência financeira para um banco insolvente. Os dois argumentos concentram-se sobre os impactos da falência de uma instituição financeira sobre a solvência de outras empresas financeiras.

No início de 2008, a Bear Stearns, o sexto maior banco de investimentos dos Estado Unidos, esteve sujeita a duas corridas: uma sobre o preço de suas ações pelos investidores que consideravam que a firma poderia ir a falência, e outra pelos portadores de promissórias de curto prazo que se recusavam a renovar seus empréstimos para o banco. A Bear foi adquirida pela JPMorgan Chase, mas só depois que o BC norte-americano concordou em assumir parte dos US$ 29 bilhões em prejuízos, derivados do “lixo tóxico” no portfólio da Bear. Então, na primeira semana de setembro, o Fannie Mae e o Freddie Mac foram assumidos pelo Tesouro dos Estados Unidos, o que foi anunciado como uma curadoria. Foi estimado que, para recapitalizar cada uma dessas empresas, o Tesouro pagaria de US$ 100 bilhões a talvez US$ 200 bilhões.

Em setembro de 2008, a Washington Mutual (WaMu), então um dos maiores financiadores hipotecários (e de crescimento mais rápido), esteve sujeita a uma corrida; o FDIC interveio e separou o banco da companhia que o controlava. Assim, o banco foi vendido para o JPMorgan Chase sem custo para o FDIC.

A posição financeira da Lehman Brothers era bem conhecida, o que dificultou a obtenção de mais capital pela empresa. Os investidores em potencial não tinham como avaliar muitos de seus ativos e, portanto, de quanto capital a empresa precisava. O governo norte-americano tentou facilitar a venda da Lehman para outras instituições financeiras – mas declarou que não envolveria seu próprio dinheiro. Subsequentemente, o Secretário do Tesouro disse que o acordo de venda da Lehman para o Barclay’s Bank foi impedido pelas autoridades financeiras de Londres, pois temiam que o governo britânico precisasse salvar o Barclay’s se os prejuízos da Lehman e sua necessidade de capital tivessem sido subestimados.

Um dia depois da falência da Lehman, o governo dos Estados Unidos interveio para impedir o colapso da AIG, na época a maior empresa de seguros do mundo. A AIG havia vendido centenas de bilhões de dólares em credit default swaps (CDS), essencialmente uma apólice de seguro para os compradores de títulos lastreados em hipotecas que não sofreriam perdas se as empresas que haviam emitido as obrigações não as pagassem. Muitos desses CDS foram comprados pelas empresas proprietárias das obrigações, e alguns por terceiros, que não tinham interesses diretos seguráveis; segundo eles, o prêmio exigido para a compra de um CDS era baixo em relação ao pagamento, caso o tomador de empréstimo não pagasse.

A história financeira teria sido diferente se a Lehman Brothers não tivesse falido. Os oficiais do governo norte-americano disseram que não possuíam autoridade para impedi-la – não poderiam apoiar uma instituição falida. Talvez; mas eles poderiam elaborar um acordo temporário até que tivessem essa soberania. Muitas pessoas no governo temiam que a interdição da falência significasse que muito mais bancos como o Bear Stearns, o Lehman e o Countrywide passariam por problemas financeiros em 2015 ou 2020.

13.3 “Grande demais para falir” – os custos e a maldição do clichê

A implosão de toda a bolha imobiliária leva à falência de uma Lehman ou de uma Northern Rock; geralmente, uma das empresas que se expandiu mais rapidamente durante os anos da bolha.

O debate tradicional trava-se entre os que acreditam que o governo não deva intervir para salvar empresas que estejam enfrentando desafios financeiros. Aqueles que defendem esse ponto de vista consideram que, se os preços dos ativos caírem rápido o suficiente, os mercados irão por fim se estabilizar, e os investidores que estavam esperando irão então comprar as instituições que perderam a maior parte do seu capital. Eles adotam a posição do risco moral, ou seja, creem que a próxima crise financeira será mais severa porque os financiadores acreditarão que serão salvos.

No entanto, essa visão é contestada pelo fato de que cada uma dessas crises é diferente, e os custos econômicos da desestabilização do sistema são severos. Além disso, o ponto de vista do risco moral não distingue entre intervenção do governo para estabilizar uma única empresa ou um grupo de empresas quando uma bolha imobiliária implode. Mas a falência ou quase falência é mesmo resultado de decisões administrativas incorretas em um momento cujo ambiente econômico está estável? Nesse caso, a falência é idiossincrática e reflete os problemas de gerenciamento, mas se um grande número de instituições financeiras estiver com problemas mais ou menos simultaneamente, as falências são sistêmicas e resultam de uma mudança dramática no ambiente financeiro – e do que pode, caridosamente, ser chamado de ingerência da economia pelas autoridades monetárias.

Existem duas respostas para o ponto de vista de que o dinheiro público não deveria ser usado para estabilizar o sistema financeiro. A primeira é que os custos com os empregos perdidos, falências de empresas e aumento na dívida do governo são altos. A segunda é que o governo fatalmente irá mudar sua política no esforço de consolidar o sistema – e será menos oneroso se intervisse mais cedo.

Se essa ingerência ocorrer antes que os preços das propriedades caiam para seus níveis de equilíbrio de longo prazo, pode ser necessária uma série de injeções de dinheiro do governo depois que a queda de preços das propriedades gerar contínua redução no capital dos bancos. No entanto, se a intervenção for muito postergada, a recessão na economia levará os bancos a sofrerem sérias perdas com empréstimos. Por isso, saber escolher o momento da mediação é uma arte.

Tradicionalmente, os bancos tomam empréstimos a curto prazo e emprestam a longo prazo: um dos riscos que assumem é o significativo aumento das taxas de juros e prazos curtos em relação às de longo prazo, e outro é o risco de liquidez; os depositantes podem sacar seu dinheiro, levando os credores a relutar em adquirir mais das suas notas promissórias, depois que as anteriores vencessem. A previsão era de que os depositantes disciplinariam as práticas de empréstimo dos bancos.

A FDIC foi estabelecida em 1934 para reduzir as corridas aos bancos por proprietários de pequenos depósitos preocupados com a possibilidade de perderem seu dinheiro caso suas instituições falissem. Na prática, esses depositantes recebiam uma garantia do governo dos Estados Unidos contra perdas em caso de falência dos bancos. Inicialmente, o teto para depósitos garantidos era de US$ 2.500, logo aumentado para US$ 5.000 e então para US$ 10.000, em 1950, passando para US$ 20.000 em 1969 e US$ 100.000, em 1980. Os indivíduos poderiam contornar facilmente esse teto abrindo contas no banco sob os nomes de diferentes membros da família e diversas combinações de membros da família, e também ao manter contas em bancos distintos. Na verdade, a garantia de depósito era ilimitada para qualquer um que quisesse dividir uma grande soma de dinheiro em unidades de US$ 100.000.

A inovação institucional da garantia de depósito elimina a "disciplina" que os pequenos depositantes poderiam impor aos bancos, com base na ameaça de que, a qualquer momento, poderiam correr para sacar seu dinheiro; o que deixa os gerentes dos bancos supercautelosos. Acreditava-se que esses pequenos depositantes eram inexperientes e estavam dispostos a sacar a qualquer momento; porém, não era necessário garantir os grandes depósitos porque consideravam seus proprietários experientes e muito menos propensos a disparar uma corrida.

A questão prática envolvida na decisão de "salvar a Lehman" era saber quais dos acionistas da empresa teriam evitado perdas se a assistência do governo permitisse à empresa evitar a falência. A Lehman era significativamente maior do que a Bear; não era um banco comercial e, portanto, era regulada pela Comissão de Títulos e Câmbio e não pelo BC norte-americano, embora este tenha aberto seu guichê de descontos para os bancos de investimentos depois do resgate da Bear.

Segundo uma interpretação do clichê "grande demais para falir", um banco vacilante é tão grande que nenhuma outra instituição tem excedente de capital para comprá-lo – como a Bear, adquirida pelo Morgan. Portanto, o governo deve dar assistência financeira para qualquer uma das cinco a dez empresas muito grandes do país, porque sua queda teria consequências sérias para seus concorrentes e para a economia.

Uma das preocupações implícitas nesse clichê é o fato de que os acionistas do banco se beneficiariam do proverbial "almoço grátis" porque estariam protegidos de perdas que suas contrapartes em empresas menores sofressem quando falissem. A maior falência bancária antes da crise de 2008 foi a do Continental Illinois Bank em 1984, então o sétimo maior banco dos Estados Unidos, que sofreu grandes perdas com empréstimos quando o preço do petróleo teve uma forte queda. Essa instituição era diferente dos outros bancos pois tinha uma base de depósitos domésticos relativamente pequena. Houve uma corrida ao Continental Illinois em 1982, mas ela foi estancada; já a de 1984 começou depois de um relatório de receitas muito fracas, que se iniciou em suas filiais estrangeiras. Inicialmente, o banco tomou empréstimos com o BC norte-americano, e então foi resgatado pelo FDIC.

Os proprietários de ações comuns do Continental Illinois perderam todo seu dinheiro, e suas ações desvalorizaram-se. Os principais executivos e gerentes sênior perderam suas posições e grande parte das suas fortunas pessoais, que estava investida nas ações do banco, assim como parte significativa de suas reputações profissionais; a carreira de banqueiro, seguida por muitos gerentes, também foi encurtada. Os diretores do Continental Illinois foram

constrangidos publicamente – e a maioria perdeu dinheiro, já que possuía ações da empresa.

Então, quem foi “salvo”? Os proprietários dos depósitos segurados não sofreram qualquer perda devido à garantia do FDIC – mas esses depositantes pagaram prêmios pelo seguro dos depósitos, e os proprietários dos depósitos não segurados também evitaram prejuízos porque sacaram todo o seu dinheiro antes que o Continental Illinois fosse assumido pelo FDIC; já os proprietários de debêntures subordinados que haviam sido emitidos pela companhia controladora do Continental foram salvos (há um consenso geral de que o FDIC cometeu um erro ao disponibilizar dinheiro para que os proprietários das obrigações emitidas pela companhia controladora do banco não sofressem perdas).

Para fins práticos, o Continental Illinois faliu, embora continuasse atuando. Presumivelmente, fechar o banco enquanto ele ainda estivesse líquido era o único modo de garantir que os depositantes não segurados obtivessem parte do valor de mercado dos ativos.

Podem-se comparar os custos e benefícios de “salvar” ou “abandonar” a Lehman. Em agosto e setembro de 2008, o Secretário do Tesouro encorajou outras empresas financeiras a comprar e investir na Lehman ou desenvolver um acordo cooperativo que adquiriria parte dos ativos duvidosos de propriedade da empresa – mas ele se opunha firmemente a fornecer qualquer assistência financeira do governo dos Estados Unidos à Lehman porque não queria ser conhecido como o “Senhor Resgate”.

A Lehman poderia ter sido salva de diversos modos. Um deles seria a compra da Bear pela Morgan, ou seja, se encontraria um comprador para a Lehman depois que o BC norte-americano concordasse em adquirir US$ 40, US$ 50 ou US$ 60 bilhões dos seus títulos relacionados a hipotecas que fossem supostamente mais sensíveis à falta de pagamento. Os proprietários das ações da Lehman receberiam US$ 1 ou US$ 2 simbólicos por ação da empresa que realizasse a compra, e alguns de seus executivos seniores receberiam cargos na empresa compradora, mas a maioria, não. Já os proprietários das dívidas de curto prazo seriam compensados, e talvez os proprietários de suas obrigações fossem ressarcidos como aconteceu no caso da Fannie e da Freddie. Como alternativa, esses portadores de obrigações poderiam obter parte do valor de mercado dos ativos. Dessa forma, o nome Lehman desapareceria do mercado. O custo financeiro para BC poderia ter sido de US$ 50, US$ 60 ou US$ 70 bilhões, que seriam usados para a compra dos títulos tóxicos – mas teriam algum valor depois que a economia se estabilizasse.

Um segundo modelo é o investimento de dinheiro do Troubled Assets Relief Program (TARP) por parte do Tesouro dos Estados Unidos no Citibank e no Banco da América. O governo compraria 60 ou 80 milhões de novas ações da Lehman a US$ 1 por ação – a quantia necessária para recapitalizar a empresa. O custo financeiro imediato seria o valor que o Tesouro deveria utilizar para adquirir essas ações.

Um terceiro modelo é controle da Fannie Mae e da Freddie Mac pelo Tesouro dos Estados Unidos. A Lehman também seria colocada sob sua curadoria, e o Tesouro se tornaria seu proprietário, emprestando também dinheiro para a Lehman. Em algum momento, esse empréstimo seria convertido em novas ações, que, depois da crise, seriam vendidas ao público. O valor que o Tesouro precisaria investir seria determinado pelo tamanho do “buraco” na estrutura de capital da Lehman.

Estimar o custo de salvar a Lehman para o governo dos Estados Unidos é conjectural e envolve a avaliação das suas hipotecas e títulos relacionados a elas no período pós-crise (durante ela, os valores de mercado desses títulos seriam muito incertos, e quase certamente recuariam abaixo do seu valor intrínseco baseado nos fluxos de caixa em um ambiente estável). Antes do seu colapso, a Lehman tinha um valor total de US$ 30 bilhões, e uma alavancagem de trinta; assim, seus ativos eram de cerca de US$ 900 bilhões, e seus passivos, US$ 870 bilhões. Se suas perdas com empréstimos equivalessem a três vezes seu capital, o custo para o Tesouro dos Estados Unidos seria de US$ 60 bilhões.

Quando a Lehman se aproximava da falência, ela era "duas empresas": uma que continuava a gerar lucros operacionais de US$ 10 a US$ 15 bilhões ao ano; e outra que tinha capital negativo como resultado da grande queda no valor das hipotecas e títulos relacionados a hipotecas que possuía. Uma vantagem do uso de fundos governamentais para recapitalizar a empresa é que o banco bom continuaria a gerar 10 a 15 bilhões em lucros anuais de suas atividades de câmbio e investimento, enquanto o ruim teria a maior parte ou todos os papéis relacionados a hipotecas de baixa qualidade. A vantagem de utilizar os dois últimos modelos de resgate anteriores é que o governo dos Estados Unidos se beneficiaria da receita operacional da Lehman, o que compensaria parte das perdas.

Como "custo adicional" – sempre notado pelas pessoas preocupadas com o argumento do risco moral –, a próxima crise seria mais severa, porque a Lehman foi "salva". Mas, independentemente da abordagem tomada para impedir a falência da Lehman, os seus acionistas perderiam dinheiro, seus principais executivos seriam substituídos e perderiam muito de suas fortunas pessoais, e seus diretores, humilhados por seu fracasso em proteger os acionistas. Dois grupos de acionistas teriam se beneficiado se a Lehman não tivesse falido – os funcionários, talvez alguns deles com bônus, e as contrapartes e proprietários das obrigações da Lehman.

A AIG – uma das maiores empresas de seguros do mundo – também estava sofrendo uma corrida enquanto eram feitos esforços para evitar a falência da Lehman. A empresa havia feito dezenas de bilhões de CDS. Na prática, ela adquiriu o risco de crédito associado a essas obrigações em troca da renda do prêmio. Os compradores dos CDS acreditavam que os prêmios que pagavam eram modestos em relação ao risco do crédito. A corrida para a AIG foi prima de segundo grau da corrida para a Lehman, já que ela deveria reembolsar as pessoas que compraram esses *swaps* para se proteger contra perdas em suas reservas de obrigações da Lehman quando as empresas fossem à falência.

Pode-se agora especular como a crise se desenvolveria caso a Lehman fosse salva. É possível que a corrida fosse desviada para outras empresas, talvez a Merril Lynch ou a Morgan Stanley. Uma possibilidade é a continuação da corrida para a AIG; outra, talvez mais lenta, seria o governo norte-americano tornar público, no momento em que a Lehman fosse salva, que estava pronto para auxiliar grandes empresas com problemas de liquidez ou que haviam exaurido seu capital – o que foi essencialmente a política adotada quando a AIG foi socorrida. Os termos dos "salvamentos" teriam incluído que os acionistas comuns e preferenciais perderiam todo o seu dinheiro, e as gerências e diretorias seriam substituídas.

Se a AIG não tivesse sido salva, é muito provável que outras empresas financeiras ficassem sujeitas a corridas. Os preços dos ativos teriam caído, e diversas empresas financeiras teriam falido. Os financiadores ficariam extremamente cautelosos em ceder novos empréstimos e em renovar créditos vencidos. Dessa forma, a recessão nos Estados Unidos teria sido muito mais intensa, e a economia do país poderia ter caído na armadilha do débito/deflação.

Assim, os valores necessários para salvar a Lehman – segundo a hipótese formulada – teriam sido os US$ 50 ou US$ 100 bilhões, ou seja, os gastos financeiros do Tesouro dos Estados Unidos descontando qualquer recuperação e o custo incremental da crise financeira no futuro, porque os financiadores teriam percebido que havia maior probabilidade de serem salvos se seguissem uma estratégia de investimentos mais arriscada. O custo adicional seria o de salvar outras grandes instituições financeiras que tivessem investido muito agressivamente.

Esse custo deve ser ajustado pelos gastos adicionais que o Tesouro dos Estados Unidos e o BC norte-americano arcaram quando intervieram para salvar o AIG, Citibank, Banco da América e vinte ou trinta outras empresas. Estimar esse valor é extremamente difícil – as corridas para instituições individuais continuariam até que estivesse claro e sem nenhuma sombra de dúvida que nenhuma instituição iria falir por falta de liquidez. O Tesouro investiu mais de US$ 400 bilhões em outras instituições financeiras, e os dados sugerem que, virtualmente, todo esse dinheiro será recuperado (o investimento de dinheiro do TARP na GM e na Chrysler é outra questão).

O impacto imediato da decisão de não salvar a Lehman foi o pânico e uma quebra, e alguns dos custos incorridos podem ser estimados ao se considerar o aumento no desemprego, a queda do PIB norte-americano e a elevação do déficit fiscal do governo dos Estados Unidos. Nos primeiros oito meses de 2008, perderam-se uma média de 40 mil postos de emprego por mês, e nos seis meses depois da falência da Lehman, esse número aumentou para 600 mil.

Um impressionante fenômeno foi a disparada nas taxas de juros de ativos arriscados – no LIBOR, em relação às notas do Tesouro. Esses bancos com posição de dinheiro relativamente forte não tinham mais confiança na posição de crédito dos bancos que haviam sofrido grandes perdas com empréstimos, que então precisavam vender ativos e encolher – ou seja, eles acumularam dinheiro –; já os com posição fraca de dinheiro foram obrigados a levantar capital de outra maneira e encolher seus ativos.

Os custos primários de não salvar a Lehman são aqueles associados com a queda incremental no PIB norte-americano devido ao surto nas taxas de juros. Em agosto de 2008, o Congressional Budget Office (Escritório de Orçamento Congressional) apartidário projetou que o déficit fiscal dos Estados Unidos seria de US$ 450 bilhões no ano fiscal de 2009. Seis meses depois, a projeção era de US$ 1,5 trilhão; dez ou quinze vezes maior do que a estimativa mais alta dos custos de salvar a Lehman. A maior parte do aumento do déficit fiscal previsto devia-se à forte queda na atividade econômica por causa da dramática redução na disposição de conceder empréstimos e à postura das famílias e empresas, que “apertaram os cintos” – quando o emprego caiu, os gastos recuaram –; os indivíduos estavam menos confiantes sobre seus empregos.

13.4 “Grande demais para falir” e o risco moral

Um número significativo de grandes instituições financeiras faliu antes da corrida para a Lehman. O governo dos Estados Unidos interveio na Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie Mac. Por que a Lehman foi diferente?

Bancos, corretores de hipotecas, companhias de seguros e outras instituições financeiras podem ser classificados em um de quatro grupos em termos de como elas se saíram durante a crise de 2008. Um grupo consiste daquelas empresas que fecharam porque perderam todo ou virtualmente seu capital. Os acionistas dessas empresas perderam todo o seu dinheiro e desapareceram do mercado. Esse grupo inclui a Indy Mac, Washington Mutual, a Lehman Brothers e o CIT. Quase trezentas empresas bancárias de hipotecas faliram. Aproximadamente duzentos bancos comerciais foram fechados pela Federal Deposit Insurance Corporation. Os principais executivos perderam suas posições, e muito de suas fortunas pessoais. As carreiras de muitos desses indivíduos acabaram e os conselhos diretores dessas empresas caíram em desgraça.

Um segundo grupo compreende as empresas que sofreram perdas tão grandes que foram compradas por outras mais bem capitalizadas, com ou sem assistência financeira do governo dos EUA. A Contrywide Financial estava nesse grupo, assim como o Wachovia Bank, a Bear Stearns e a Merrill Lynch. Essas empresas desapareceram do mercado e seus acionistas perderam a maior parte, mas não todo, do seu dinheiro. De modo similar, a maioria dos principais executivos dessas empresas perdeu suas posições, e suas carreiras foram interrompidas. Em alguns casos, entretanto, os principais executivos ainda ficaram com dezenas de milhões de dólares.

O terceiro grupo inclui as empresas que provavelmente teriam sido forçadas a fechar as portas se não tivessem recebido assistência do Tesouro dos Estados Unidos ou da Reserva Federal. A AIG, o Citibank, e o Banco da América estão nesse grupo, assim como alguns bancos regionais. Os preços das ações dessas empresas caíram de 80 a 90%, embora esses preços subsequentemente tenham aumentado quando o governo norte-americano se tornou um importante acionista e a probabilidade de que essas empresas fossem falir caiu significativamente.

O quarto grupo consiste das empresas que não usaram fundos do Tesouro dos Estados Unidos, ou tomaram esses fundos porque foram instruídas a fazê-lo pelo secretário do tesouro Paulson, embora não quisessem o dinheiro do governo. A JPMorgan Chase está nesse grupo, assim como a Goldman Sachs, os dois da camada superior dos bancos de investimento norte-americanos. Diversas das empresas nesse grupo foram capazes de levantar capital nos mercados privados; a Morgan Stanley vendeu novas ações para o Banco Mitsubishi.

Por que a falência da Lehman levou ao pânico sem precedentes nos mercados de crédito? Supõe-se que as iniciativas do governo seguidas pela indisposição em comprometer dinheiro do governo para salvar a Lehman indicaram não haver uma política governamental coerente proporcionando assistência financeira para grandes instituições enfraquecidas. Se dois pontos determinam uma linha, então as medidas adotadas pelo governo norte-americano para lidar

com o problema da Bear, da Freddie e da Fannie estabeleceram a política. Mas então a "política" foi revertida quando a Lehman não foi salva, e enquanto as iniciativas em relação à AIG representaram uma reversão da reversão, os participantes do mercado ficaram abalados pela inconsistência da abordagem do governo norte-americano.

CORTES DE CABELO PARA TODOS?

Os acionistas principais que se beneficiaram pelo uso de dinheiro do governo para estabilizar os bancos e outras instituições financeiras foram os detentores de títulos e outras contrapartes, os credores não segurados e os gerentes seniores. Se essas empresas tivessem ido à falência como a Lehman, os detentores de títulos teriam recebido um "corte de cabelo" em seus ativos (parte do valor de mercado dos ativos da empresa), e, dependendo da severidade das perdas, poderiam perder 30 ou 50% do seu dinheiro. Os contratos de trabalho dos gerentes seniores não seriam mais válidos se as empresas falissem, e aqueles com grandes valores a receber, devido ao seu sucesso, descobririam que eram somente outro grupo de credores não segurados.

Se os detentores de títulos estiverem sujeitos a perdas se a empresa fechar, então muitos podem vender suas obrigações prevendo essas perdas. As taxas de juros sobre essas obrigações iriam cair rapidamente, e os bancos não seriam capazes de vender novos títulos quando as obrigações existentes vencessem. Os bancos seriam forçados a reduzir seus ativos. De modo similar, as contrapartes relutariam em refinanciar posições já existentes. A probabilidade de esses grupos sofrerem perdas poderia disparar corridas.

Uma das posições é que os desenhos dos títulos deveriam ser elaborados de modo que seus detentores sofressem perdas se as empresas falissem. Eles então aplicariam mais disciplina sobre os gerentes seniores para que eles fossem mais cuidadosos em realizar investimentos arriscados. Talvez. As agências de classificação de crédito já avaliam o risco das obrigações, e não é óbvio que o prospecto de "cortes de cabelo" pudesse induzir os investidores a serem mais cuidadosos na compra de obrigações dos bancos.

O custo oculto da disciplina em excesso é que os banqueiros seriam financiadores extremamente cuidadosos, e muitos projetos válidos encontrariam dificuldades em obter financiamento.

O desafio é garantir que as grandes empresas possam falir quando as causas da falência sejam idiossincráticas a uma ou duas instituições em um ambiente financeiro estável. Quando as falências são sistemáticas e envolvem um grande número de instituições, o problema de política econômica é diferente. A falência tem muito mais externalidades onerosas. O capital das instituições financeiras como um todo cai, e pode haver muito pouco capital em relação aos passivos dessas instituições, ou os valores recuarão até que a razão entre os ativos do banco e o capital do banco esteja num nível satisfatório, ou o governo deve proporcionar investimentos financeiros para os bancos. O cerne do problema é que o valor do capital bancário é muito sensível a mudanças nos preços dos ativos.

Suponha que não tivesse havido programa de resgate – nada de dinheiro do TARP, de investimentos do FED, e assim por diante. Então outros bancos que dependiam ou haviam feito empréstimos de curto prazo para manter ativos de longo prazo teriam falido. No entanto, algumas instituições financeiras que haviam sido conservadoras nas suas políticas de empréstimo teriam sofrido grandes perdas com empréstimos porque a recessão seria muito mais severa.

Vamos avançar para 2020 ou 2025, o momento aproximado do próximo grande período de expansão rápida de crédito. Quando os executivos importantes das principais empresas financeiras dos EUA na época iriam olhar para trás, para a intervenção governamental na crise de 2008, e concluir que eles poderiam assumir riscos maiores na alocação de crédito, uma vez que tantas grandes instituições financeiras haviam sido "salvas".

Esses executivos observariam que os preços das ações e o valor de mercado das empresas financeiras como um grupo caíram em 90% ou mais. Eles notariam que os executivos seniores da maioria dessas instituições foram substituídos, e que os diretores também perderam suas

posições, além de muitos gerentes perderem suas carreiras.

A indústria de banco de investimentos dos Estados Unidos foi dizimada, com uma empresa dominante como sobrevivente e outra das grandes empresas tendo que vender cerca de 20% de suas ações para uma companhia japonesa.

"Grande demais para falir" é um clichê fácil de lembrar. Mas o *slogan* oculta mais do que revela. E devido à relutância dos oficiais do governo em fornecer assistência financeira à Lehman para que a empresa pudesse ter evitado a falência, embora seus acionistas perdessem todo o seu dinheiro, um ajuste de mercado transformou-se na mais severa crise em cem anos.

As lições da história

OS ÚLTIMOS QUATROCENTOS ANOS foram repletos de crises financeiras, que, muitas vezes, se seguiram a aumentos nos suprimentos de crédito, maior otimismo dos investidores e crescimento econômico mais rápido. Cada vez mais indivíduos compraram títulos e ativos para lucros de curto prazo com o aumento de seus prazos, e os preços dos ativos ampliaram, assim como o patrimônio das famílias e os gastos com o consumo. As empresas de negócios aceleraram o passo e investiram mais. Seguiram-se *booms* econômicos e então se desenvolveu a euforia; os aumentos nas ofertas de crédito levaram a bolhas nos preços dos imóveis e ações, porém estes eram altos demais para serem sustentáveis no longo prazo.

O caráter único dos últimos quarenta anos foi a sucessão de quatro ondas de crises financeiras. Cada uma foi precedida por uma onda de bolhas de crédito que envolveu três, quatro e, em alguns episódios, oito ou dez países. A similaridade dos aumentos nos preços dos ativos em tantos países simultaneamente sugere uma causa comum: as ampliações nos fluxos de dinheiro para países geralmente leva a aumentos nos valores das suas moedas e nos preços dos seus títulos, ações e imóveis.

A probabilidade de que essas quatro ondas de bolhas tenham sido independentes e sem relação é baixa. Em vez disso, parece plausível que houvesse um relacionamento sistemático entre diversas dessas ondas sucessivas, e que os fluxos de dinheiro associados com a implosão de uma onda de bolhas tenha contribuído para a próxima.

As expansões nas ofertas de crédito geralmente foram feitas pelos bancos. Entretanto, os compradores de bulbos durante a "tulipomania" holandesa dos anos 1630 podiam pagar os preços cada vez mais altos somente porque os vendedores proporcionavam crédito. Quando os preços dos bulbos aumentaram, a exuberância racional se tornou irracional e a economia holandesa disparou – e então os preços dos bulbos oscilaram e a taxa de crescimento desacelerou. Tanto a bolha dos mares do sul, em Londres, e a Bolha do Mississipi, em Paris, em 1720, foram resultado dos rápidos aumentos nas ofertas de crédito de bancos recém-estabelecidos. A coincidência delas reflete que as inovações financeiras em Londres foram imitadas em Paris.

A "mãe de todas as bolhas" ocorreu em Tóquio, na segunda metade dos anos 1980, e foi resultado do rápido crescimento na oferta de crédito e do relaxamento das regulamentações que limitavam os empréstimos bancários para compras de imóveis. Quando os preços das

propriedades começaram a subir 20 a 30% ao ano, houve uma disparada na demanda por imóveis, já que os retornos previstos de aumentos adicionais nos preços dos edifícios de apartamentos e de escritórios e terrenos eram muito maiores do que os retornos de outros setores da economia. Imóveis eram garantias para empréstimos bancários, cujo valor aumentou com a alta dos preços, assim como a oferta de crédito para compras de imóveis em resposta ao crescimento na demanda.

As bolhas nos mercados imobiliários nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Espanha, Irlanda e Islândia, que começaram por volta de 2002, foram resultado dos aumentos dos fluxos de dinheiro para cada um desses países, que levou a elevações nas ofertas de crédito para a compra de propriedades residenciais e comerciais. O aumento nos fluxos de dinheiro para esses países geralmente levaram a maiores valores para suas moedas.

O aumento nos preços dos ativos nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, México, Islândia e outros países durante cada uma dessas ondas foi parte integral do processo de ajuste induzido pelos fluxos de dinheiro, que exigiam uma ampliação correspondente no total de importações de mercadorias. Preços maiores de ativos levam a expansão no patrimônio familiar e a mais gastos em mercadorias domésticas e estrangeiras.

As crises financeiras desenvolveram-se quando alguns tomadores de empréstimos não puderam mais pagar os juros sobre suas dívidas pendentes. As crises nos séculos XVIII e XIX muitas vezes seguiam-se a um forte declínio nos preços das *commodities*, que prejudicava a capacidade dos fazendeiros de pagar os juros sobre os empréstimos que lhes permitiram comprar sementes e terras. Em outras ocasiões, as crises desenvolvem-se em resposta a fortes quedas nos preços das ações. Essas crises geralmente eram pouco frequentes e ocorriam cerca de uma vez por geração – os Estados Unidos tiveram uma em 1907, e então outra crise severa no início dos anos 1930. Na primeira metade do século XIX, houve uma crise a aproximadamente cada dez anos. Assim, quatro ondas de crises nos trinta anos a partir do início dos anos 1980, e cada uma envolvendo três, quatro ou mais países, são excepcionais.

A bolha nos preços das ações norte-americanas no final dos anos 1920 seguiu-se a um *boom* econômico que resultou da disparada na produção dos automóveis, na expansão das rodovias, na eletrificação de milhões de residências e na rápida expansão dos telefones; houve um notável aumento no otimismo dos investidores. Os preços das ações triplicaram entre 1927 e 1929, em parte porque o BC norte-americano tornou o crédito mais prontamente disponível para reduzir a probabilidade de que a disparada na produtividade levasse a quedas no nível de preços, e os valores dos imóveis tendiam a subir, embora não tão rapidamente quanto os das ações.

O aumento nas taxas de juros sobre os títulos com denominação em dólares norte-americanos em 1928 gerou uma redução nas compras norte-americanas de títulos estrangeiros e complicou a capacidade dos bancos centrais na Europa e na América Latina para manter as paridades de suas moedas, pois não tinham dinheiro para financiar seus déficits comerciais. Assim, uma série de crises monetárias ocorreu nos anos 1930. Inicialmente, a pressão foi direcionada para o xelim austríaco, cuja desvalorização disparou o efeito contágio, que levou a pressões especulativas direcionadas sobre o marco alemão e, logo depois, sobre a libra britânica – e então sobre o dólar norte-americano. Depois do estabelecimento de um novo

preço do ouro a US$ 35, a pressão especulativa foi direcionada para as moedas dos países do "bloco do ouro" – o franco francês, o franco suíço, a lira italiana, o guilder holandês – cuja convertibilidade em ouro foi suspensa em 1936.

Houve crises monetárias episódicas entre o final dos anos 1940 e o início dos anos 1970, quando os investidores ficaram cada vez mais céticos, duvidando que os governos arcariam com os custos necessários para manter as paridades das suas moedas, estabelecidas no final da Segunda Guerra Mundial. Os padrões de produção e comércio foram perturbados pela massiva destruição de fábricas e infraestrutura durante a guerra. Muitos países europeus desvalorizaram suas moedas em setembro de 1949 para ajustar seu câmbio real e aumentar seus níveis de preços mais rapidamente em relação ao dos Estados Unidos durante e depois da Segunda Guerra Mundial. O franco francês foi desvalorizado em 10% em 1959. A libra britânica foi objeto de pressão especulativa em 1964, e acabou sendo desvalorizada no último trimestre de 1967. Houve especulação de que o marco alemão seria revalorizado em 1969 e o franco francês, desvalorizado mais ou menos na mesma época. Assim, a pressão especulativa foi direcionada para o dólar norte-americano. Os investidores previram que ou as moedas de outros países industrializados seriam revalorizadas ou apreciadas ou o preço do ouro em dólares norte-americanos se elevaria.

A maioria das crises monetárias dos anos 1950 e 1960 foram prelúdios das desvalorizações das moedas em 10 a 20%. Nenhuma foi associada a uma crise bancária. A pressão especulativa não levou a mudanças muito grandes nos valores das moedas em relação aos projetados das diferenças nas taxas de inflação.

O caráter único do período desde o início dos anos 1980 é que quase todas as crises bancárias foram associadas com crises monetárias. A principal exceção é que a crise financeira no Japão na primeira metade dos anos 1990 não foi associada com uma crise do *yen*. Outra exceção é a crise bancária na Irlanda em 2008 e 2009, que não foi associada com uma crise monetária porque o país era um membro da União Monetária Europeia. A crise financeira que envolveu a dívida do governo grego em meados de 2010 se concentrou na capacidade do governo grego em reduzir seu déficit fiscal e fazer os pagamentos da sua dívida de modo regular; assim, foi uma crise de crédito. Entretanto, o euro desvalorizou-se porque alguns investidores estavam preocupados com sua viabilidade.

As ondas de fluxos internacionais de dinheiro que começaram no início dos anos 1970 eram grandes demais para ser sustentadas, porque a dívida externa dos países estava aumentando muito mais rapidamente do que seus PIBs. Assim, os fluxos de dinheiro para esses países desaceleraram-se, e suas moedas desvalorizaram-se. Muitas vezes, as depreciações foram extremamente severas, pois os investidores buscavam tirar o dinheiro dos países que o haviam anteriormente recebido do exterior.

A coincidência das ondas de crises bancárias e monetárias desde o início dos anos 1980 reflete o fato de que o fluxo de dinheiro para países levou à valorização de suas moedas e contribuiu para aumentos nos preços dos ativos. O crédito doméstico muitas vezes se expandiu a uma taxa rápida, já que a valorização de suas moedas amorteceu as pressões inflacionárias no mercado de bens e permitiu aos bancos centrais continuar suas políticas expansivas.

Quando os fluxos de dinheiro para os países se desaceleraram e suas moedas se

desvalorizaram, alguns dos tomadores de empréstimos nesses países passaram a ter problemas e se tornaram vendedores em dificuldades de ativos porque não podiam mais obter o dinheiro para pagar os juros tomando mais dívida. Suas vendas reduziram os preços dos ativos, e o recuo em fluxos de entrada de dinheiro leva a aumentos nas taxas de juros, o que contribuiu para as quedas nos preços dos imóveis e ações. As famílias e empresas que tinham empréstimos com denominação em dólares norte-americanos, francos suíços ou outra moeda estrangeira muitas vezes foram à falência porque a desvalorização das suas moedas levou a grandes aumentos nos valores em moeda local dos seus empréstimos estrangeiros. As falências de bancos – as crises financeiras – seguiram-se às grandes perdas sofridas por empresas e indivíduos extensamente endividados. O valor da garantia oferecida aos bancos caiu muito em relação ao dos empréstimos.

As crises financeiras domésticas tornaram-se menos frequentes nos últimos cem anos, depois que os bancos centrais foram estabelecidos para agir como emprestadores de última instância – eles estavam dispostos a proporcionar dinheiro para os bancos em resposta a fortes quedas na demanda dos investidores por ativos especulativos.

A característica das crises no século XX foi a escolha que os bancos centrais muitas vezes tinham de fazer entre dar prioridade em manter o valor de suas moedas ou a estabilidade financeira doméstica. Inicialmente, muitos bancos centrais aumentaram as taxas de juros para convencer os investidores de que eles tinham um compromisso inviolável com suas paridades, o que, muitas vezes, leva a fortes quedas nos preços das ações e da atividade doméstica. Em consequência, os bancos centrais inverteram suas prioridades. O efeito contágio dos anos 1930 foi disparado pelo desalinhamento inicial das moedas e dos níveis de preços. A sequência de crises monetárias refletiu o fato de que os investidores temiam que os bancos centrais não mantivessem suas paridades depois que um dos seus maiores parceiros comerciais desvalorizasse sua moeda. Portanto, cada banco central concluiria que os custos de reter sua paridade eram altos demais devido às falências de empresas e ao desemprego.

O efeito contágio do final dos anos 1990 foi disparado pela forte desvalorização do *baht* tailandês. Os investidores subitamente perceberam que o fluxo de dinheiro para os vizinhos da Tailândia e para outros países com mercados emergentes cairia rapidamente e notaram que os bancos centrais nesses países não seriam mais capazes de manter o valor de suas moedas, pois o dinheiro iria fluir desses países em antecipação das desvalorizações subsequentes. Imediatamente, a pressão especulativa mudou para uma ou diversas outras moedas que ainda mantinham seus valores pré-crise.

Essa sequência de grandes quedas nos valores das moedas nos anos 1930 e então na segunda metade dos anos 1990 leva em consideração um emprestador internacional de última instância nessas situações, o que permitiria aos países evitar o ciclo deflação/desvalorização; mesmo os emprestadores domésticos podem proporcionar crédito abundante para reduzir a probabilidade de que crises de liquidez irão se tornar crises de solvência. Nos anos 1930 e 1990 havia um problema: as moedas não estavam corretamente alinhadas com os níveis de preços nacionais, e quando um país a desvalorizava ou permitia que ela se depreciasse, a pressão especulativa era defletida para as moedas dos seus parceiros comerciais.

Pode-se especular se um aumento na oferta de ativos da reserva internacional no início

dos anos 1920, quando a falta em potencial de ouro foi reconhecida pela primeira vez, teria tornado óbvias algumas das alterações nos valores monetários do período entre as guerras. Os níveis de preços nacionais haviam aumentado muito mais rapidamente em alguns países do que em outros durante e depois da Primeira Guerra Mundial, e, como resultado, os valores das moedas não estavam alinhados com os níveis dos preços. Um volume maior de ativos de reserva internacional teria tornado possível que o ajuste dos valores monetários ocorresse ao longo de um período maior. Mas nem um volume maior de ativos da reserva internacional nem um emprestador internacional de última instância teria tornado óbvia a necessidade de ajustes dos valores das moedas. Mas um volume maior – ou talvez um volume muito maior – poderia ter reduzido a frequência e severidade dos ataques especulativos.

Durante o período entre as guerras, os bancos centrais estavam comprometidos com o atrelamento das suas moedas com o ouro; inicialmente, com suas paridades pré-guerra, enquanto a visão geral, desde o início dos anos 1970, é de que as moedas deveriam flutuar – embora os bancos centrais em alguns países da Ásia intervieram extensamente para limitar a valorização das suas moedas.

A grande variabilidade nos preços dos ativos, nos valores das moedas e no número e severidade das crises bancárias desde o início dos anos 1980 sugerem que as lições do período entre as guerras foram ignoradas – se elas tivessem sido lembradas. Uma delas foi que os movimentos internacionais de dinheiro muitas vezes distorcem a competitividade nacional no curto e médio prazo – por três, quatro ou mais anos. Outra foi o *overshoot* e *undershoot* das moedas ao redor de seus valores médios de longo prazo, a menos que os bancos centrais estejam comprometidos com as paridades das suas moedas ou com a limitação da variabilidade nos valores das moedas. Uma terceira lição indica que alguns países irão administrar os valores das suas moedas para garantir vantagens competitivas no mercado de bens, a menos que sejam impedidos de fazê-lo por acordos ou regras internacionais. O “ *undershooting* permanente” é uma forma de protecionismo da moeda e leva a respostas críticas dos parceiros comerciais.

As três décadas desde o início dos anos 1980 foram as mais tumultuadas na história monetária, considerando-se o número, o escopo e a severidade de crises financeiras. Mais sistemas bancários nacionais entraram em colapso do que em qualquer outro período comparável. As perdas com empréstimos dos bancos no Japão, na Suécia, Noruega e Finlândia, na Tailândia, Malásia e Indonésia e no México (duas vezes), no Brasil e na Argentina e nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Islândia e Irlanda variavam de 10 a 50% dos seus ativos. Em alguns países, os custos para os contribuintes, que forneciam o dinheiro para preencher as garantias implícitas e explícitas do governo sobre os depósitos e outros passivos bancários, somavam 15 a 20% dos PIBs desses países. As perdas com empréstimos em muitos deles foram muito maiores do que aquelas nos Estados Unidos na Grande Depressão nos anos 1930.

Ocasionalmente, a falência de um banco era um caso isolado. O Franklin National Bank da cidade de Nova York e então o Herstatt AG de Colônia perderam as grandes apostas que fizeram sobre alterações nos valores das moedas. Entretanto, a maioria das falências bancárias desde o início dos anos 1980 foram eventos sistêmicos que ocorreram em ondas e

envolveram grandes números de emprestadores em diferentes países devido a mudanças dramáticas no ambiente financeiro internacional. Em alguns episódios, virtualmente todos os bancos em um país faliram. Geralmente, esses países experimentaram fortes quedas nos valores dos imóveis depois de períodos em que esses preços haviam aumentado rapidamente.

O padrão dominante, evidente no México, na Argentina, Tailândia, Malásia, Rússia e em muitos outros países foi a simultaneidade das crises bancárias e monetárias, as quais se seguiram a períodos em que os fluxos de dinheiro para esses países levaram a aumentos no valor das suas moedas e nos preços dos ativos domésticos. Muitas vezes, as subsequentes fortes quedas das moedas levaram simultaneamente a choques deflacionários, quando as taxas de juros dispararam, e a choques inflacionários, quando os preços dos bens negociáveis subiram.

No início dos anos 1980, muitos bancos no Texas, Oklahoma e Louisiana faliram quando os preços do petróleo caíram muito, enquanto pequenos bancos em Iowa, Kansas e outros estados no meio-oeste agrícola também faliram porque as fortes quedas nos preços dos cereais levaram a recuos percentuais ainda maiores no valor dos imóveis agrícolas. A falência desses financiadores resultou da reversão da política monetária dos Estados Unidos no final de 1979 e da subsequente forte queda nas taxas de inflação prevista no país e no mundo. Milhares de instituições norte-americanas de poupança faliram no início dos anos 1980 quando as taxas de juros de curto prazo dispararam. Muitos bancos na Tailândia, Coreia do Sul e Indonésia faliram na Crise Financeira Asiática. No final dos anos 1990, logo depois do desastre financeiro da Rússia, a Long-Term Capital Management, então o maior fundo de cobertura norte-americano, entrou em colapso e teria falido se o BC dos Estados Unidos não definisse que seus maiores credores deveriam investir capital de equidade na empresa.

A faixa de movimento nos valores das moedas desde o início dos anos 1970 foi muito maior do que em qualquer período anterior e do que os proponentes das moedas flutuantes haviam antecipado. Eles acreditavam que permitir os valores das moedas se ajustarem a diferenças nas taxas de inflação nacionais e outros choques era preferível a forçar o reparo das economias nacionais de modo que as paridades estabelecidas pudessem ser retidas. Essas grandes oscilações nos valores das moedas inicialmente foram atribuídas à falta de familiaridade dos participantes do mercado com taxas de câmbio flutuando livremente. Depois, essas grandes alterações nos valores das moedas foram explicadas graças a defasagens nas ofertas de bens transacionáveis como resposta a alterações na relação entre os preços e custos domésticos e estrangeiros.

Além disso, o escopo do *overshooting* e *undershooting* dos valores das moedas foi muito maior do que em qualquer período anterior: a valorização do marco alemão e do *yen* japonês no final dos anos 1970 foi maior do que os aumentos que teriam sido previstos com base no excesso da taxa de inflação dos Estados Unidos em relação às da Alemanha e do Japão. Assim, no início dos anos 1980, as duas moedas desvalorizaram-se fortemente, embora a taxa de inflação norte-americana permanecesse maior do que daqueles países. No final dos anos 1990, as taxas de inflação na Europa e nos Estados Unidos eram similares, mas o recém-estabelecido euro – o sucessor do marco alemão, do franco francês, da lira italiana e das moedas de outros países que se juntaram à União Monetária Europeia – desvalorizou-se em

30% depois do seu estabelecimento no início de 1999.

O *overshooting* e *undershooting* são parte integral do processo de ajuste em resposta ao movimento internacional de dinheiro quando da flutuação das moedas. Mudanças nesse movimento devem ser acompanhadas por alterações correspondentes no movimento internacional de bens e nas balanças comerciais. Os países que experimentam fluxos de entrada de dinheiro devem desenvolver maiores déficits comerciais, que resultam de aumentos nos gastos de consumo atribuíveis a maiores níveis de riqueza e a valorização das suas moedas.

Os aumentos nos fluxos de dinheiro para países são como expansões nas poupanças disponíveis nesses países, que podem se ajustar por alterações correspondentes no consumo familiar, investimentos em negócios e maiores déficits governamentais. O consumo familiar responde por 60 a 70% do PIB na maioria dos países; como resultado, grande parte dos ajustes para um aumento nos fluxos de entrada de dinheiro envolve elevação no consumo familiar – ou, o que é o mesmo, reduções nas poupanças familiares. Os aumentos na disponibilidade das poupanças estrangeiras levam a maiores preços dos ativos e a mais gastos com consumo – e, portanto, a quedas na poupança doméstica.

As grandes oscilações nos valores das moedas resultam da inversão da direção dos fluxos internacionais de dinheiro, cujos aumentos, muitas vezes, levam a valorizações reais de 20 ou 30% e, portanto, ao *overshooting*. Então, quando o choque ocorre e o dinheiro deixa os países, essas moedas podem desvalorizar-se em 40 ou 50%. Portanto, os fluxos iniciais de dinheiro para diversos países aliados às inevitáveis reversões levam a bolhas nos valores das moedas.

O aumento no fluxo de dinheiro para países, frequentemente, segue uma inovação institucional, incluindo o relaxamento de regulamentações financeiras. Esses movimentos puderam ser reforçados talvez porque as valorizações das moedas aumentaram as taxas previstas de retorno disponíveis para os investidores dispostos a incorrer nos riscos internacionais. Entretanto, como um grupo, esses investidores não conseguiram ver o que seria o fim de jogo, e que as moedas se acabariam desvalorizando porque as dívidas dos tomadores de empréstimos aumentavam muito rapidamente.

Assim, a crise financeira seguiu-se às reversões no padrão de fluxos internacionais de dinheiro, que por um, dois ou mais anos aumentaram rapidamente. Quando os movimentos internacionais de dinheiro desaceleraram, algumas das pessoas que tomaram empréstimos para financiar as compras de imóveis ou ações ou alguns outros ativos se tornaram vendedores desesperados porque precisavam pagar juros sobre suas dívidas. Os valores do peso mexicano, do cruzeiro brasileiro, do peso argentino e as moedas de muitos outros países em desenvolvimento afundaram no início dos anos 1980 quando os fluxos de dinheiro caíram muito. A desvalorização dessas moedas levou a grandes perdas por empresas que tinham passivos com denominação em dólares norte-americanos. Quando elas foram à falência, os bancos desses países sofreram grandes perdas com empréstimos.

O escopo do *overshooting* e *undershooting* das moedas dos países com mercados emergentes foi ainda maior do que nos países industrializados. O peso mexicano perdeu quase metade do seu valor durante a transição presidencial do país no fim de 1994 e no início de

1995, assim como o *baht* tailandês, o *ringgit* malaio, a *rúpia* indonésia e o *won* sul-coreano, que caíram de 50 a 70% nos últimos seis meses de 1997. O rublo russo desvalorizou-se muito em agosto de 1998, e o peso argentino perdeu mais de dois terços do seu valor em janeiro de 2001.

Houve mais ondas de bolhas de crédito e de preços de ativos entre 1970 e 2010 do que em qualquer período comparável. A primeira envolveu aumentos nos empréstimos bancários para os governos e empresas governamentais no Brasil, México, na Argentina e em outros países em desenvolvimento nos anos 1970. Suas dívidas externas aumentaram de US$ 125 bilhões para US$ 800 bilhões. Então, os preços dos imóveis e ações no Japão subiram mais de cinco vezes nos anos 1980. O patrimônio familiar disparou, e a economia explodiu. A Finlândia, Noruega e Suécia também experimentaram bolhas nos seus mercados imobiliários e de ações aproximadamente ao mesmo tempo. A terceira onda envolveu bolhas nos mercados imobiliários e de ações na Tailândia, Malásia, Indonésia e em diversos países próximos no sudeste asiático na primeira metade dos anos 1990. Na maioria desses países, as bolhas nos imóveis geraram outras nas ações, porque muitas das companhias listadas nas bolsas de valores possuíam muitas propriedades. O valor de mercado de ações dos Estados Unidos dobrou no final dos anos 1990, e os das empresas nas indústrias pontocom e de tecnologia da informação aumentaram quatro vezes. A quarta onda envolveu fortes aumentos no valor de mercado dos imóveis nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha, Islândia e África do Sul depois de 2002.

Uma característica de cada uma dessas ondas de bolhas foi a elevação das dívidas de um grande grupo – ocasionalmente eram os governos e a maioria dos investidores imobiliários, incluindo os proprietários de imóveis –, que cresciam 20 a 30% anualmente, por três, quatro ou mais anos. Rápidas ampliações nas dívidas permitiram aos tomadores de empréstimos usarem o dinheiro de novos financiamentos para pagar os juros dos seus empréstimos pendentes. As dívidas desses devedores deveriam aumentar mais rapidamente do que seus PIBs por alguns anos, mas os financiadores acabaram tornaram-se mais cuidadosos ao conceder novos empréstimos, e alguns dos tomadores precisaram dar um jeito de obter o dinheiro para pagar os juros. Uma vez que a maioria dessas bolhas envolvia fluxos internacionais de dinheiro, quedas nos fluxos de dinheiro para países levaram à desvalorização das suas moedas.

As bolhas nos mercados imobiliários e de ações e a falência dos bancos estavam sistematicamente relacionadas ao *overshooting* e *undershooting* das moedas, e foram resultado de alterações nos valores e direções dos fluxos internacionais de dinheiro. As quatro ondas de crises seguiram-se às fortes desvalorizações das moedas, que automaticamente levaram a aumentos nas dívidas das empresas domésticas que tinham dívidas com denominações em dólares norte-americanos, francos suíços ou alguma outra moeda estrangeira. As disparadas quase universais nas taxas de juros, subsequentes à desvalorização das moedas, provocaram fortes quedas nos valores dos imóveis e ações durante a fase da quebra do ciclo financeiro. A maioria dessas crises foi "previsível", já que aumentar a dependência do dinheiro vindo de novos empréstimos estrangeiros para pagar os juros sobre as dívidas internas pendentes não era algo sustentável. A incerteza envolveu a intensidade das

quedas nos valores das moedas quando os fluxos de entrada de dinheiro diminuíram. Assim, a fase da mania das expansões no México e outros países em desenvolvimento nos anos 1970 – e novamente nos anos 1990, além da Tailândia, Malásia e Indonésia – não poderia continuar porque as dívidas dos tomadores de empréstimos estavam aumentando muito rapidamente em relação às suas receitas. Era inevitável que os financiadores se tornassem muito mais cuidadosos em ampliar seus empréstimos para esses tomadores, embora os detalhes e o momento dessas movimentações não pudessem ser previstos. Finalmente, o fluxo de dinheiro de novos financiamentos diminuiu, e os tomadores de empréstimos precisavam de uma nova fonte de dinheiro para os pagamentos de juros. A probabilidade de que esses países pudessem ajustar-se à queda no fluxo de entrada sem desvalorizar suas moedas era baixa. De modo similar, em algum ponto era inevitável que os preços dos imóveis japoneses parariam de aumentar. Muitas das pessoas que haviam recentemente tomado dinheiro emprestado para comprar propriedades encontrariam um limite, porque os pagamentos dos juros sobre seus empréstimos seriam maiores do que as rendas de seus aluguéis.

14.1 As causas dos tumultos financeiros

O tumulto financeiro desde o início dos anos 1970 é resultado dos impactos dos choques monetários e do mercado de crédito sobre a direção e escopo dos fluxos internacionais de dinheiro. Os choques monetários envolveram alterações não previstas nas taxas de crescimento da oferta de dinheiro e os impactos associados sobre as taxas de inflação e de juros. Os choques do mercado de crédito envolveram o relaxamento das regulamentações financeiras, que permitiu aos bancos aumentarem seus empréstimos para grupos específicos de tomadores de empréstimo, que então se tornavam mais atraentes para os financiadores. Em muitos casos, um choque monetário e de crédito aconteceram ao mesmo tempo e tiveram impactos complementares sobre os fluxos de dinheiro através das fronteiras nacionais.

Aumentos nos fluxos de dinheiro para os países induziram tanto elevações nos valores das suas moedas quanto nos preços dos seus ativos, que subiram acima dos seus valores de equilíbrio de longo prazo. Porém, os fluxos de dinheiro não podiam ser sustentados indefinidamente. Quedas neles quase sempre levam a depreciações dessas moedas e, muitas vezes, dispararam quebras de 50 ou 60% ou mais nos preços dos ativos.

O primeiro grande choque nesse extenso período foi o aumento na taxa anual de inflação nos Estados Unidos para a faixa de 5 a 6% na segunda metade dos anos 1960. Nos vinte anos anteriores, essa faixa esteve quase sempre abaixo de 3% e geralmente abaixo das taxas de inflação da Alemanha e de seus vizinhos na Europa Ocidental. Os déficits anuais no balanço de pagamentos dos Estados Unidos dispararam no fim dos anos 1960, quando parecia cada vez mais provável que os preços das moedas europeias e o *yen* japonês aumentariam. Assim, os investidores e empresas transferiram dinheiro dos Estados Unidos para evitar perdas e lucrar com essas alterações previstas nas paridades. Como os Estados Unidos estavam relutantes em elevar o preço do ouro em dólares e Alemanha, França e Japão não estavam

dispostos a reavaliar suas moedas, os desequilíbrios nos balanços de pagamentos aumentaram, e as reservas da Alemanha, do Japão e de outros países com superávits nos balanços de pagamentos cresceram mais rapidamente. Então, em 1971, quando a economia norte-americana se desacelerou e a taxa de inflação caiu, o BC dos Estados Unidos adotou uma política monetária mais expansiva, e a queda nas taxas de juros sobre títulos em dólares norte-americanos levou a fluxos maiores de dinheiro de Nova York para centros estrangeiros.

A inflação global no início dos anos 1970 foi um evento sem precedentes em tempos de paz: resultado da combinação do crescimento mais rápido da oferta de dinheiro nos Estados Unidos depois que a política monetária foi abrandada e das ofertas de dinheiro na Alemanha e no Japão em resposta aos seus superávits nos balanços de pagamentos cada vez maiores. O aumento mais rápido da taxa de inflação norte-americana significou que um realinhamento dos valores das moedas nacionais era inevitável. Como a taxa de inflação nos Estados Unidos excedia a taxa de inflação na Alemanha em mais de 2%, o sistema Bretton Woods de paridades ajustáveis passou a ser inviável, e tornou-se inevitável abandonar as paridades do marco alemão, do *yen* japonês e das moedas de outros países industrializados.

As taxas de juros sobre títulos em dólares norte-americanos aumentaram conforme a de inflação aumentou. Entretanto, as taxas de juros sobre depósitos sob demanda em dólares norte-americanos estavam sujeitas a tetos que o BC norte-americano havia adotado para limitar a concorrência entre os bancos. Esses tetos não se aplicavam às taxas de juros sobre depósitos em dólares em Londres e outros centros financeiros estrangeiros, que aumentaram e induziram os investidores a transferir fundos dos centros financeiros domésticos para os estrangeiros. O rápido aumento no crescimento da oferta de dinheiro nos Estados Unidos e outros países industriais no início dos anos 1970 contribuiu para grandes ampliações na demanda por produtos primários, e nos preços do petróleo, trigo e de outras *commodities*. Assim, as taxas de crescimento do PIB nos países que produziam esses produtos primários aumentaram. Por sua vez, o embargo da Arábia Saudita sobre carregamentos de petróleo para os Estados Unidos e Países Baixos, depois da Guerra do Yom Kippur, de outubro de 1973, provocou um forte aumento na demanda por petróleo, e o preço disparou. A queda nas ofertas de petróleo depois da invasão do Irã pelo Iraque em 1979 teve um impacto muito maior sobre o preço dele e a inflação global. Os investidores aumentaram suas compras de ouro e outros metais preciosos, itens de colecionador, imóveis e outros “ativos físicos” como proteção contra a inflação.

14.2 A primeira onda de bolhas de crédito

O aumento nas taxas de crescimento econômico nos países produtores de *commodities* nos anos 1970 levou a uma elevação de 30% nos empréstimos bancários para governos e empresas governamentais no Brasil, México, na Argentina e em outros países em desenvolvimento por cerca de dez anos, e a dívida externa desses países aumentou em 20% ao ano. Bancos sediados no Canadá, em diversos países europeus e no Japão usaram dólares

norte-americanos que haviam tomado emprestados nos mercados estrangeiros de depósitos em Londres, Zurique e Luxemburgo para financiar esses empréstimos e "caçar" no que antes era território dos bancos norte-americanos. Os bancos norte-americanos então responderam agressivamente para minimizar as quedas nas suas participações no mercado. Além disso, os bancos norte-americanos e estrangeiros queriam contornar as regulamentações que limitavam o crescimento dos seus empréstimos e ativos domésticos, e o aumento nos fluxos de dinheiro para Brasil, México, Argentina e outros países em desenvolvimento permitiu a eles financiar déficits comerciais maiores.

A mudança nos procedimentos operacionais do BC norte-americano em outubro de 1979 (o chamado "choque Vlocker") foi o grande choque seguinte. Antes, o BC norte-americano havia estabilizado as taxas de juros e as forças do mercado determinaram o crescimento do crédito. Sob a nova política, o BC buscou limitar o crescimento do crédito, e as forças de mercado determinaram as taxas de juros – que dispararam. O preço do ouro em dólares atingiu um pico dez semanas depois dessas alterações de política, e as previsões de que a taxa de inflação continuaria a aumentar foram destruídas. Os gastos com investimentos caíram e seguiu-se uma recessão, em que os preços do petróleo e de outras *commodities* tiveram forte queda.

A combinação das taxas de juros muito maiores sobre os títulos com denominação em dólares norte-americanos e a forte queda da taxa de inflação prevista nos Estados Unidos levou a um aumento na demanda dos investidores por títulos em dólares norte-americanos, e o marco alemão, o *yen* japonês e outras moedas se desvalorizaram. O México e outros países em desenvolvimento foram pressionados pela elevação nas taxas de juros sobre seus empréstimos estrangeiros e pela queda nos volumes e preços das suas exportações. Os bancos no Texas sofreram impacto similar devido às taxas de juros maiores e aos preços mais baixos do petróleo. As taxas de juros pagas pelas instituições de poupança norte-americanas sobre seus depósitos de longo prazo aumentaram rapidamente e, em muitos casos, começaram a exceder as taxas de juros sobre seus empréstimos hipotecários de longo prazo.

14.3 A segunda onda de bolhas de crédito

A valorização do *yen* japonês que começou em meados de 1985 induziu o Banco do Japão a comprar dólares norte-americanos para amortecer o fortalecimento da moeda. As reservas de títulos com denominação em dólares norte-americanos do banco central japonês dispararam, o que levou a um rápido aumento na oferta de dinheiro. O sistema financeiro do país fora extensamente regulado com intenção de proporcionar empréstimos para corporações a taxas de juros muito baixas. Além disso, a orientação administrativa exigia que esses bancos fizessem empréstimos para empresas nas indústrias que os burocratas do governo acreditassem ser estrategicamente importantes. Um motivo para a liberalização financeira foi a queda na demanda da indústria por empréstimos bancários, a tal ponto que não era mais necessário alocar crédito entre tomadores de empréstimos de modo preferencial. Outro motivo

foi a exigência das autoridades dos Estados Unidos, demandando que os bancos e outras empresas financeiras norte-americanas tivessem o mesmo acesso aos mercados bancário e de capital em Tóquio que os bancos japoneses tinham em Nova York.

A desregulamentação financeira permitiu aos bancos sediados em Tóquio e Osaka aumentarem rapidamente seus empréstimos imobiliários. Devido a restrições de construção e ao tempo consumido na preparação de terrenos maiores para construção, o crescimento na demanda por imóveis teve um impacto muito maior sobre o preço do terreno do que aquele que exerceu sobre as ofertas de locais de moradia e escritórios. Muitas das empresas listadas na Bolsa de Valores de Tóquio eram companhias de investimento imobiliário, e os aumentos nos preços dos imóveis contribuíram para grandes aumentos no valor dos seus ativos e nos preços das suas ações.

Restrições sobre os investimentos estrangeiros de bancos e empresas japonesas foram relaxadas no esforço de limitar a pressão de subida sobre o *yen*. Esses bancos aumentaram rapidamente o número de suas filiais e subsidiárias em Londres, Nova York, Zurique e em outros centros financeiros. O fluxo de poupança do Japão para os Estados Unidos e diversos países europeus disparou. A pergunta-clichê em Nova York e em Tóquio era "onde o Tesouro dos Estados Unidos irá conseguir o dinheiro para financiar seu déficit fiscal se os japoneses pararem de comprar títulos do governo norte-americano?". Essas recém-estabelecidas filiais estrangeiras dos bancos japoneses aumentaram seus empréstimos nos países anfitriões, usando os fundos obtidos no mercado de depósitos estrangeiros. Elas cobravam taxas de juros menores do que seus concorrentes no país porque queriam aumentar suas participações no mercado. Além disso, os investidores japoneses começaram a comprar imóveis – edifícios de escritórios e de apartamentos, campos de golfe e *resorts* de esqui – nos Estados Unidos e em outros países industrializados. A maioria dessas compras foi financiada com dinheiro emprestado das filiais dos bancos japoneses em Londres, Zurique e outros centros financeiros estrangeiros.

A liberalização financeira na Finlândia, Noruega e Suécia permitiu que os bancos sediados nesses países financiassem seus empréstimos domésticos com empréstimos no mercado externo. Os preços das ações e imóveis nesses países aumentaram rapidamente em resposta aos fluxos de entrada de dinheiro. A decisão do recém-nomeado presidente do conselho do Banco do Japão no início de 1990 de restringir o crescimento dos empréstimos bancários para imóveis furou a bolha dos preços dos ativos; tomadores de empréstimo muito endividados não podiam mais obter dinheiro suficiente de novos financiamentos para os pagamentos agendados dos juros. Os preços das ações caíram 30% em 1990 e 25% em 1991. O crescimento da economia japonesa desacelerou-se dramaticamente. O *yen* japonês valorizou-se quando as exportações disparam em relação às importações, e as empresas japonesas responderam ao impacto adverso do aumento do valor do *yen* sobre sua lucratividade ampliando seus investimentos em instalações de manufatura na China, Tailândia e em outros países no sudoeste asiático que seriam usados primariamente como fontes de suprimento para os mercados no Japão, nos Estados Unidos e em outros países industrializados. Os bancos japoneses aumentaram rapidamente seus empréstimos nesses países.

14.4 A terceira onda de bolhas de crédito

O desenvolvimento dos títulos Brady em 1989 e 1990 permitiu que o México e outros países em desenvolvimento convertessem empréstimos bancários que não haviam sido pagos em títulos de longo prazo parcialmente garantidos pelo governo dos Estados Unidos, que efetivamente encerrou seu isolamento financeiro ("a década perdida") do mercado global de capitais. O México começou então a se preparar para ser membro do Tratado Norte-Americano de Livre Comércio: o Banco do México adotou uma política monetária contracionista para reduzir a taxa de inflação, centenas de empresas governamentais foram privatizadas e as regulamentações do governo sobre o comércio internacional e práticas de negócios foram liberalizadas. Os investimentos estrangeiros diretos no país dispararam conforme as empresas norte-americanas, europeias e japonesas ampliaram rapidamente suas instalações manufatureiras no seu território. Os fundos do mercado monetário dos Estados Unidos compraram títulos em pesos porque as taxas de juros eram altas e atraentes, e seus fundos de pensão e mútuos aumentaram as compras de ações de uma nova classe de ativos – "ações de mercados emergentes". O déficit na conta-corrente do balanço de pagamentos do México aumentou para 6% do seu PIB.

De modo similar, houve uma disparada nos fluxos de dinheiro para o Brasil, a Argentina, Tailândia, Malásia e outros mercados emergentes (como eram chamados naquele momento, depois de serem conhecidos como países em desenvolvimento por décadas). Suas moedas valorizaram-se em termos reais, e seus déficits comerciais e de conta-corrente aumentaram.

Então, no início de 1994, diversos incidentes políticos – uma revolta dos indígenas na província mais ao sul e o assassinato do candidato à presidência do partido político dominante – levaram a uma queda no fluxo de dinheiro para o México, o que significou que o Banco do México não podia mais financiar seus grandes déficits comerciais e de conta-corrente com os fluxos de entrada de dinheiro. Assim, o peso desvalorizou-se fortemente. O fluxo de dinheiro para a Tailândia também desacelerou-se significativamente no final de 1996 porque as companhias financeiras não bancárias que haviam sido estabelecidas pelos bancos a fim de contornar as regulamentações sobre empréstimos para o consumidor estavam sofrendo grandes prejuízos – que na prática eram dos bancos. O Banco da Tailândia não foi capaz de manter o valor do *baht* tailandês depois que suas reservas de ativos internacionais foram exauridas do começo de julho de 1997. A desvalorização da moeda tailandesa disparou o efeito contágio que se espalhou entre os países asiáticos, além do Brasil, da Argentina e Rússia. As importações desse grupo de países caíram US$ 150 bilhões em relação às suas exportações. Diversos desses choques foram verdadeiras surpresas: os eventos políticos no México nos primeiros meses de 1994 não poderiam ter sido previstos. Entretanto, o déficit da conta-corrente mexicana era grande demais para ser sustentado, e algum gatilho acabaria levando a uma queda no fluxo de entrada de dinheiro. De modo similar, os déficits de conta-corrente da Tailândia e Malásia em 1996 eram grandes demais para serem sustentados. Algum evento iria levar a quedas nos fluxos de dinheiro, embora o catalisador dessas quedas não pudesse ser previsto. A implosão das bolhas nos preços dos imóveis e ações na Tailândia e

Malásia foi inevitável quando os fluxos de dinheiro para esses países caíram.

14.5 A quarta onda de bolhas de crédito

A característica notável do período entre 2002 e 2007 foram os fortes aumentos nos preços dos imóveis residenciais e comerciais nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Espanha, Irlanda, Islândia, África do Sul, Nova Zelândia e diversos outros países. Os preços dos imóveis residenciais mais do que dobraram, e, nos Estados Unidos, foram menores do que em outros países. Entretanto, esses aumentos de preços nos Estados Unidos ocorreram principalmente em um terço dos estados, localizados no sul e ao longo das duas costas, e os preços em alguns desses estados mais do que dobraram.

Cada um desses países experimentou um aumento nos fluxos de entrada de dinheiro, e suas moedas valorizaram-se, exceto na Espanha e Irlanda, que eram membros da União Monetária Europeia. Novamente, a taxa de elevação do endividamento era grande demais para ser sustentável. Quando os fluxos de dinheiro para os Estados Unidos e Grã-Bretanha caíram, a oferta de crédito disponível para as compras de imóveis recuou e os preços dos imóveis oscilaram. Os valores dos títulos relacionados a hipotecas caíram, e muitas instituições financeiras nos Estados Unidos e Grã-Bretanha faliram. A Irlanda sofreu um enorme *boom* nas construções. Seus bancos faliram quando a bolha estourou. A Islândia experimentou um espetacular aumento nos preços das ações durante os anos em que houve grandes fluxos de entrada de dinheiro. Quando estes foram interrompidos, os valores das ações caíram fortemente e a moeda perdeu quase metade do seu valor.

Os preços dos imóveis nos Estados Unidos começaram a recuar no início de 2007. Na época, um dos grandes bancos de investimentos fundiu-se a um dos maiores bancos comerciais, com uma ajuda que podia alcançar quase US$ 30 bilhões, dependendo das suas perdas com empréstimos. Em meados de setembro de 2008, dois dos grandes financiadores de hipotecas patrocinados pelo governo, que possuíam 50% das hipotecas nos Estados Unidos, foram na prática assumidos pelo Tesouro do país. Os portadores das suas ações ordinárias e preferenciais perderam todo seu dinheiro, e os portadores dos títulos desses financiadores de hipotecas foram "salvos" pelo Tesouro dos Estados Unidos – caso contrário, teriam sofrido perdas de centenas de bilhões de dólares. Vários dias depois, a Lehman Brothers, o quinto maior banco de investimentos do país, faliu. Os esforços para negociar a venda da empresa não foram bem-sucedidos. Seguiu-se um enorme pânico e quebra do crédito. As taxas de juros dos títulos corporativos dispararam em relação às taxas de juros sobre títulos do Tesouro. Alguns meses depois, ocorreram corridas para os títulos dos governos da Grécia e Portugal: o déficit fiscal do governo da Grécia representava mais de 12% do seu PIB, e sua dívida total, mais de 125%. Os grandes bancos internacionais dispuseram-se a adquirir os títulos desses governos, que lhes permitiram financiar déficits fiscais grandes demais para serem sustentáveis. Parte da razão pela qual a dívida total do governo grego disparou foi a falta de honestidade de um ou vários governos anteriores em relação às informações sobre suas

dívidas; mesmo assim, isso ocorreu porque "o dinheiro estava lá" – os bancos estavam dispostos a comprar os títulos que permitiram aos governos financiar grandes déficits. Assim, as crises ocorreram quando os financiadores bancários subitamente se tornaram muito mais cautelosos, e os governos não tinham dinheiro suficiente para pagar os juros sobre suas dívidas e cumprir as folhas de pagamento.

14.6 Os padrões nos dados

A identidade dos tomadores de empréstimos é diferente em cada onda de bolhas de crédito. Na primeira onda, eram governos e empresas governamentais no México e dez outros países em desenvolvimento. Na segunda, proprietários de residências e companhias imobiliárias no Japão e, de modo similar, na Finlândia, Noruega e Suécia eram bancos e proprietários de imóveis. Na terceira onda muitas vezes foram bancos em países em mercados emergentes, que usaram fontes externas de financiamento porque essas eram menos onerosas do que as fontes domésticas. Os tomadores de empréstimos na quarta onda eram principalmente proprietários e desenvolvedores imobiliários.

Muitos grandes bancos foram financiadores em mais de uma onda. Bancos sediados nos Estados Unidos, Canadá, Japão, Grã-Bretanha e França estavam entre os financiadores na primeira onda. Já os bancos japoneses foram os principais financiadores na sua bolha imobiliária doméstica nos anos 1980, e os dos Estados Unidos, além dos bancos sediados na Grã-Bretanha, Irlanda, Islândia e Espanha estavam entre os financiadores na quarta onda. Diversos dos bancos norte-americanos que sofreram grandes perdas durante essa onda também sofreram grandes perdas na primeira.

Apesar dessas diferenças nas identidades dos financiadores e dos tomadores de empréstimos nessas várias ondas, houve uma notável similaridade no padrão dos fluxos de dinheiro. A maioria dos países identificados com bolhas de crédito também experimentou uma valorização das suas moedas e um aumento nos seus déficits de conta-corrente – o Japão foi uma exceção, pois tinha um superávit. Entretanto, o *yen* valorizou-se e seu excedente comercial e de conta-corrente declinou quando a bolha de crédito se expandiu. Os aumentos nos fluxos de dinheiro para esses países contribuíram para as elevações nos preços dos ativos.

A valorização das moedas desses países e o aumento nos preços dos ativos foram respostas à expansão nos fluxos de entrada de dinheiro e parte do problema de ajuste internacional. O consumo doméstico teve que aumentar para garantir que a ampliação nas importações mais ou menos correspondesse aos fluxos de entrada de dinheiro. Os maiores níveis de gasto com consumo induzidos pelos preços elevados dos ativos levaram a *booms* econômicos. Os governos em alguns desses países – incluindo o norte-americano no final dos anos 1990 – realizaram excedentes fiscais em resposta aos *booms* dos gastos, embora diversos tenham aumentado seus gastos quase tão rapidamente quanto suas rendas.

O padrão dos fluxos de caixa entre emprestadores e tomadores de empréstimos em cada

onda foi ponziano – a taxa de aumento da dívida dos tomadores de empréstimos era muitas vezes maior do que a de juros sobre suas dívidas. Por três, quatro ou mais anos, os tomadores de empréstimos não tiveram problemas em pagar seus débitos, porque havia dinheiro mais do que suficiente de novos empréstimos para pagar os juros sobre suas dívidas. Entretanto, o padrão de fluxos de caixa não era sustentável. Em algum ponto, era inevitável que os financiadores se tornassem mais cuidadosos em conceder novos empréstimos, talvez porque eles, para esse grupo de tomadores de empréstimos, estivesse tornando-se uma parte maior dos seus portfólios. Qualquer desaceleração do crescimento dos empréstimos internacionais para esse grupo de tomadores de empréstimos levaria à desvalorização das suas moedas – o que poderia contribuir para a maior cautela dos financiadores. Os tomadores de empréstimos poderiam então, pela primeira vez, ter problemas nos pagamentos, quando a taxa de crescimento da dívida caísse abaixo da taxa de juros. Eles precisariam encontrar alguma outra fonte de dinheiro para parte dos pagamentos dos juros, e os governos deveria aumentar seus impostos em relação aos seus gastos para obter dinheiro e fazer os pagamentos dos juros – ou eles não poderiam pagar.

Em um mundo onde fosse possível prever o futuro com perfeição, os financiadores teriam notado que a inevitável desvalorização das moedas dos tomadores de empréstimos os levaria a sofrer grandes perdas, que poderiam tornar-se grandes prejuízos também para os financiadores, as quais foram tão grandes que a conclusão razoável é que eles não podiam prever o futuro com perfeição. Eles não se perguntaram "onde os tomadores de empréstimos irão obter dinheiro para pagar os juros sobre suas dívidas pendentes se não houver novos empréstimos suficientes para proporcionar o dinheiro?".

É grande a probabilidade de que essas várias ondas de bolhas não tenham sido eventos independentes. Em vez disso, haveria um relacionamento sistemático entre a implosão de um onda e o início da próxima. Quando a primeira explodiu no início dos anos 1980, as moedas do México e de outros países em desenvolvimento desvalorizaram-se muito, e suas balanças comerciais tornaram-se superavitárias. Os países que desenvolveram grandes excedentes comerciais quando as bolhas de crédito se expandiam experimentariam a valorização real das suas moedas e quedas nos seus excedentes comerciais.

Os japoneses estavam relutantes em aceitar a queda no seu excedente comercial na segunda metade dos anos 1980 devido aos impactos adversos sobre os lucros e emprego na sua indústria de exportação; a intervenção do Banco do Japão para amortecer a valorização do *yen* levou à disparada nas reservas dos bancos japoneses e ao aumento da oferta de dinheiro. Regulamentações que restringiam transações domésticas e internacionais foram liberalizadas para limitar a valorização do *yen*, e os bancos conseguiram aumentar a oferta de crédito disponível para compras de imóveis, o que levou a preços maiores das propriedades.

Quando a bolha nos preços dos imóveis e ações no Japão implodiu, o *yen* desvalorizou-se; as empresas japonesas então aumentaram seus investimentos na Tailândia, Malásia e em países próximos, prevendo que os custos de produção de atividades com baixo valor agregado ficariam abaixo dos custos domésticos. Mais ou menos concomitantes, fluxos de dinheiro para os países emergentes aumentaram rapidamente porque os bancos de investimento descobriram as "ações de mercados emergentes como uma nova classe de ativos"; muitos países

envolveram-se em extensas atividades de privatização, que atraíram empresas sediadas em países industrializados.

Quando as bolhas na Tailândia e nos seus vizinhos implodiu, suas moedas desvalorizaram-se muito e seus déficits comerciais tornaram-se superávits comerciais. A contraparte foi que houve uma disparada no fluxo de dinheiro para os Estados Unidos quando eles reduziram sua dívida externa, o que contribuiu para o aumento do déficit fiscal norte-americano e a bolha nos preços das ações.

Depois que esta implodiu em meados de 2000, o dólar norte-americano começou a se desvalorizar. O fluxo de dinheiro para os Estados Unidos, Grã-Bretanha e outros países aumentou desde 2002; as moedas desses países se valorizaram e os valores dos ativos elevaram. Assim, as grandes mudanças nos fluxos internacionais de dinheiro levaram a grandes alterações nos valores das moedas e nos preços dos ativos, que contribuíram significativamente para as bolhas destes. As bolhas imobiliárias que se desenvolveram nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e outros países depois de 2002 foram uma resposta aos aumentos nos fluxos de entrada de dinheiro. É como se houvesse um *pool* de dinheiro internacional que pudesse ser acessado pelos tomadores de empréstimos de diversos países quando eles concluíssem que os custos dos juros totais são menores do que os gastos com a obtenção de fundos nos seus mercados domésticos. Muitos desses tomadores de empréstimos incorrem em exposição cambial, mas presumivelmente concluíram que a economia nos pagamentos dos juros mais do que compensaria esse risco.

14.7 Os impactos dos choques monetários e os choques do mercado de crédito

A característica notável dos últimos quarenta anos foi a variabilidade dos fluxos internacionais de dinheiro. O marco alemão e o *yen* japonês valorizaram-se durante a maior parte dos anos 1970, mas depois se desvalorizaram muito na primeira metade dos anos 1980. Quando o dinheiro estava fluindo para o México no início dos anos 1990 e sua economia explodia, o peso valorizou-se significativamente depois do ajuste por diferenças nas taxas de inflação, e o déficit comercial mexicano atingiu 6% do seu PIB. Quando o dinheiro foi sacado do México no final de 1994, o peso desvalorizou-se fortemente e o excedente comercial mexicano atingiu 4% do seu PIB. Essa mudança nos fluxos internacionais de dinheiro foi grande e súbita, e teve impactos poderosos sobre o valor do peso, a taxa de inflação no México, os preços dos títulos em peso e dos ativos reais e a solvência das empresas, famílias e bancos mexicanos.

Eventos no mercado financeiro da Tailândia, Noruega, Indonésia, Islândia e em muitos outros países foram similares aos do México. A história de Minsky sobre a variabilidade cíclica na oferta de crédito nas economias domésticas é dramaticamente evidente na economia global na variabilidade dos fluxos internacionais de dinheiro. Nas economias domésticas, aumentos na oferta de crédito contribuem para os *booms* econômicos e a euforia, que, por sua

vez, levam os investidores a se tornarem mais otimistas e encoraja os financiadores a conceder mais crédito. Aumentos nos fluxos de dinheiro para países levam à valorização das suas moedas e a dramáticas elevações nos preços dos títulos e outros ativos, e o otimismo dos investidores faz os financiadores proporcionarem mais crédito para tomadores de empréstimo domésticos – assim, muitas vezes, seguem-se *booms* econômicos.

Alguns dos choques do mercado de crédito e monetário acarretam aumentos nos fluxos de dinheiro para países e alta de preços das *commodities*, moedas, ações e imóveis. Enquanto as moedas se valorizavam e os preços dos ativos estavam aumentando, as taxas de retorno sobre eles eram altas. Assim, o otimismo sobre o futuro econômico ampliou-se. Então, outro choque dispararia uma queda ou reversão nos fluxos internacionais de dinheiro, e os preços das moedas, títulos e outros ativos cairiam.

Esses choques do tipo mania foram resultado de extensas alterações nas preferências dos investidores por títulos e outros ativos com denominação em moedas diferentes. Os investidores temiam que a taxa de inflação norte-americana aumentasse nos anos 1970, e por isso venderam títulos em dólares norte-americanos e compraram outros com denominação em marcos alemães, francos suíços e libras britânicas, moedas que se valorizaram muito mais que a diferença das taxas de inflação dos Estados Unidos e estrangeiras. Durante o mesmo período, o preço do ouro em dólares norte-americanos aumentou "porque o ouro era uma boa proteção contra a inflação", embora as elevações percentuais anuais no preço do ouro na segunda metade dos anos 1970 tivessem sido muitas vezes maiores do que os aumentos percentuais no nível de preços dos Estados Unidos. No início de 1980, os investidores convenceram-se de que a taxa de inflação nos norte-americana iria cair, e venderam títulos com denominação em marcos alemães e outras moedas estrangeiras, que se desvalorizaram rapidamente.

Uma explicação para a maior variabilidade dos fluxos internacionais de capital nos últimos trinta anos é que os choques, e especialmente aqueles que envolveram mudanças na política monetária, foram maiores do que nos períodos anteriores em que as moedas estavam atreladas ou quando havia um compromisso com as paridades das moedas nacionais. Um dos principais argumentos no caso das taxas de câmbio flutuantes é que os bancos centrais teriam então maior independência para mudar suas políticas monetárias, as taxas de crescimento das suas ofertas de dinheiro e as de juros para atingir seus objetivos econômicos domésticos. Na prática, os compromissos com as paridades das moedas nacionais restringiam mudanças nas políticas monetárias dos bancos centrais, que se tornaram mais expansivas. Esses compromissos significavam que as taxas nacionais de inflação não seriam muito diferentes das dos maiores parceiros comerciais do país. Na ausência de um compromisso com as paridades, as políticas adotadas pelos bancos centrais levaram a alterações nas taxas de inflação atuais e previstas, que por sua vez induziram grandes mudanças nos fluxos internacionais de dinheiro. Portanto, a variabilidade muito maior nos fluxos internacionais de dinheiro reflete parcialmente o maior número de mudanças nas políticas monetárias nacionais e alterações nas taxas previstas de inflação do que no período em que as moedas eram atreladas.

Em parte, essa variabilidade indicava também que os choques monetários foram maiores do que no período em que as moedas eram atreladas. Esses choques levaram a alterações nas

estimativas dos investidores sobre as taxas de inflação em países diferentes e, portanto, nos valores previstos das moedas em diversas datas futuras. As políticas monetárias expansivas dos Estados Unidos no final dos anos 1960 e início dos anos 1970 levaram os investidores a revisar para cima suas estimativas sobre a taxa de inflação no país e também sobre os valores previstos do marco alemão e do *yen* japonês. Os investidores venderam títulos em dólares norte-americanos e compraram outros com denominações em marcos alemães, francos suíços e libras britânicas, o que levou à forte valorização dessas moedas.

Se, como um grupo, os investidores aumentassem a proporção de títulos com denominações em moedas diferentes do dólar norte-americano no seu portfólio, então os Estados Unidos desenvolveriam um maior excedente na conta-corrente (ou um menor déficit nela), o que iria exigir que o marco alemão – ou o euro, como seu sucessor –, o *yen* japonês e outras moedas estrangeiras se valorizassem mais lentamente do que seria inferido da diferença nas taxas de inflação nacionais. Essas moedas estrangeiras ultrapassaram os valores inferidos das diferenças nas taxas nacionais de inflação enquanto os investidores aumentavam a taxa na qual adquiriam títulos estrangeiros.

A adoção de uma política monetária mais contracionista nos Estados Unidos no último trimestre de 1979 levou os investidores a reduzirem suas estimativas sobre a inflação norte-americana e a revisar para baixo suas aferições dos valores do marco alemão, do *yen* japonês e de outras moedas estrangeiras. Suas compras de títulos em dólares norte-americanos levaram à desvalorização do marco e do *yen*.

O *overshooting* era inevitável sempre que os investidores quisessem aumentar suas reservas de títulos com denominação em uma moeda em particular, e o *undershooting* também, sempre que eles precisassem diminuir suas reservas de títulos com denominação nessa moeda. Os primeiros clichês aplicados a desvios grandes e rápidos entre os valores das moedas e aqueles que eram consistentes com as diferenças nas taxas nacionais de inflação – o "ciclo vicioso e virtuoso" e a "especulação desestabilizadora" – refletiam os impactos das súbitas mudanças na direção dos fluxos internacionais de dinheiro. Mudanças nas taxas previstas de inflação – mais precisamente, alterações no diferencial delas – levam ao *overshooting* e ao *undershooting* porque o impacto das mudanças nesses diferenciais sobre os valores previstos das moedas induzem mudanças nos fluxos internacionais de dinheiro.

Como a bolha nas ações e imóveis japoneses atraiu mais dinheiro do exterior, o *yen* valorizou-se. Os choques no mercado de crédito têm impacto sobre os valores das moedas individuais, já que afetam a demanda dos investidores por títulos com denominações em diferentes moedas, e, nos últimos trinta anos, tiveram grandes impactos sobre os valores do peso mexicano, do *baht* tailandês e de muitas outras moedas porque levaram a alterações nos valores dos títulos com denominação nessas moedas, que eram desejados pelos investidores.

Uma segunda explicação complementar para a maior variabilidade nos fluxos internacionais de dinheiro indica que quando as moedas não estão atreladas, um choque de dada magnitude na forma de um aumento na demanda por títulos com denominação em certa moeda tem um maior impacto imediato sobre o PIB do país, como resultado da elevação nos preços dos seus títulos e imóveis. Quando as moedas estavam atreladas, o impacto imediato dos aumentos nos fluxos de dinheiro para países foi a ampliação das reservas dos seus bancos

centrais e, consequentemente, de seus passivos monetários. O preço dos títulos disponíveis no país também aumentou em resposta às compras dos investidores estrangeiros.

Quando as moedas não estavam atreladas, expansões comparáveis na demanda estrangeira por títulos com denominação nessas moedas iniciaram o processo de ajuste para garantir que as mudanças nas balanças comerciais dos países seguissem os valores correspondentes aos aumentos nos fluxos de entrada de dinheiro. A mão invisível operou para garantir que os impactos imediatos das elevações nos fluxos de dinheiro e que os gastos domésticos com investimentos aumentassem quando o custo do capital caiu e os gastos com consumo crescessem em resposta a níveis maiores de riqueza familiar. Os gastos familiares com consumo são três ou quatro vezes maiores do que os com investimentos na maioria dos países, e responde pela maior parte do aumento nos gastos totais. O resultado inevitável do processo de ajuste foi a queda da poupança doméstica nos países que receberam grandes fluxos de entrada de dinheiro estrangeiro.

A mão invisível levou a aumentos nos valores das moedas dos países que experimentaram maiores fluxos de entrada de dinheiro e a aumentos nos valores dos ativos, além de maiores taxas de crescimento do PIB no período em que os preços dos ativos e os gastos com consumo aumentaram. Assim, os aumentos na variabilidade das taxas da mudança nas balanças comerciais em relação ao PIB, que resultaram do crescimento inicial nos fluxos de dinheiro para países, induziram a mudanças no processo de ajuste que levaram a taxas maiores de retorno sobre títulos e outros ativos nesses países. O aumento na riqueza contribuiu para o *boom* econômico. Na prática, havia um mecanismo de *feedback* das elevações iniciais nos fluxos de dinheiro para as maiores taxas de retorno que induziam mais fluxos de entrada de dinheiro. Os *booms* econômicos foram prolongados e penetrantes. Muitos dos participantes podem não ter reconhecido que o padrão internacional de fluxos de dinheiros não seria sustentado. Um dos padrões nos dados é que aumentos nos fluxos de dinheiro para países estavam associados com *booms* econômicos, que eram evidentes no México e em outros países em desenvolvimento nos anos 1970, na primeira metade dos anos 1990 e, nos Estados Unidos, na segunda metade dos anos 1990. A valorização das suas moedas reduziu as pressões inflacionárias associadas a uma robusta expansão econômica, e o aumento nos preços das exportações em relação aos preços das importações levou a taxas maiores de crescimento econômico. Os fluxos de dinheiro também estavam associados com um padrão insustentável de fluxos de caixa porque alguns dos tomadores de empréstimos nesses países obtiveram dinheiro para pagar os juros de novos empréstimos junto aos seus credores. A continuação dos *booms* econômicos pode explicar por que os financiadores – pelo menos um grande número deles – não reconheceram que ajustes onerosos acabariam ocorrendo.

14.8 Um emprestador internacional de última instância teria feito uma diferença significativa?

O tumulto financeiro dos últimos trinta anos teria sido mitigado se houvesse um emprestador

internacional de última instância? Os bancos centrais cumpriram esse papel para reduzir a probabilidade de que o aumento na demanda por dinheiro levasse a "sell-offs" e liquidação de ativos, disparando crises de solvência. Esses bancos aumentariam a oferta de dinheiro em resposta ao aumento excepcional na demanda. Durante a fase de expansão do ciclo, os investidores assumiram riscos maiores, prevendo retornos maiores – e reduziram suas estimativas dos riscos atrelados a vários títulos e, ao mesmo tempo, muitos financiadores tornaram-se menos cuidadosos no esforço de aumentar sua participação nos mercados de hipotecas e seus empréstimos para empresas e governos.

Podemos ampliar a questão: um emprestador internacional de última instância teria feito uma diferença significativa ao reduzir a frequência e o escopo das crises financeiras desde o início dos anos 1980? Ou um emprestador internacional de última instância mais ativo poderia ter feito uma diferença ainda maior? A fonte do problema (uma delas, pelo menos) é que os fluxos internacionais de dinheiro teriam sido muito maiores do que quando as moedas estavam atreladas a paridades – e muito mais variáveis. Um emprestador internacional de última instância moderaria o volume de fluxos internacionais de dinheiro, o que levaria a aumentos excepcionais nas ofertas de crédito, ou será que a demanda dos investidores por títulos estrangeiros teria sido maior porque eles teriam maior confiança de que os bancos centrais seriam mais ambiciosos nos seus esforços para moderar as alterações nos valores das moedas? A resposta depende das responsabilidades e recursos financeiros disponíveis para o emprestador internacional de última instância e sua disposição de estender crédito para bancos centrais cujas moedas podem se desvalorizar fortemente, talvez devido à queda nos fluxos de entrada de dinheiro. O emprestador internacional de última instância teria a autoridade e estaria disposto a alertar os bancos centrais sobre o volume e variabilidade dos fluxos internacionais de dinheiro?

A variante do argumento do risco moral é que esforços para estabilizar as alterações nos valores das moedas em resposta às fortes variações nos movimentos internacionais de dinheiro podem levar os investidores a assumir riscos internacionais maiores porque assim eles teriam maior confiança de que a gama de movimento nos valores das moedas seria menor. O emprestador de última instância poderia buscar moderar os fluxos de dinheiro para diversos países – mas parece improvável que os países concordariam que o emprestador internacional pudesse aplicar limites aos fluxos de entrada de dinheiro. O credor deve ter poder para fazer declarações, alertando que os fluxos internacionais não são sustentáveis. É mais provável que os governos nacionais concordassem com um arranjo que permitisse a eles o acesso a mais dinheiro de um emprestador internacional para moderar o *undershooting* quando a direção dos fluxos de dinheiro é revertida – isso se eles pudessem concordar sobre a fonte do dinheiro para o emprestador internacional.

A maioria das crises monetárias desde o início dos anos 1980 foi resultado da reversão nos fluxos internacionais de dinheiro. Em todos esses casos, o ritmo dos fluxos de dinheiro era rápido demais para ser sustentável, pois as dívidas dos tomadores de empréstimos estavam aumentando muito rapidamente. Durante a fase da mania, as moedas valorizaram-se – e tiveram *overshoot* – em resposta ao aumento nos fluxos de entrada de dinheiro: era o inevitável primeiro sinal de que uma modesta redução do ritmo dos fluxos de entrada de

dinheiro levaria à desvalorização das suas moedas, o que acarretaria quedas muito maiores nos fluxos de entrada e então fortes desvalorizações.

O *overshooting* e *undershooting* eram parte inevitável do processo de ajuste às mudanças no volume e direção do movimento internacional de dinheiro. Em alguns países, a severa – e temporária – desvalorização da moeda associada ao seu *undershooting* colocaria em perigo a solvência das empresas domésticas que tinham dívidas com denominação em moedas estrangeiras devido aos fortes aumentos no equivalente em moeda doméstica aos pagamentos dos juros. A falência dessas empresas colocaria em perigo a solvência dos bancos domésticos e outras instituições financeiras.

Um emprestador doméstico de última instância poderia, ocasionalmente, fazer declarações públicas de que os preços estavam subindo muito rapidamente e que o mercado era caracterizado por uma exuberância irracional. Declarações similares poderiam ser feitas sobre os preços nos mercados de imóveis residenciais e comerciais, e o banco central aconselharia os bancos a limitar os aumentos nos seus empréstimos imobiliários. Em contrapartida, um emprestador internacional de última instância poderia fazer declarações privadas ou até mesmo públicas de que os aumentos na dívida externa de um ou diversos países eram rápidos demais para que fossem sustentáveis e que um eventual ajuste para valores sustentáveis seria oneroso e talvez complicado. Os investidores e outros participantes no mercado deveriam então tirar suas próprias conclusões sobre as implicações dessas declarações.

O FMI foi estabelecido nos anos 1940 para auxiliar os países no financiamento de seus déficits no balanço de pagamentos e, assim, reduzir a pressão para desvalorizar as moedas nacionais dos países devido a uma falta de fundos para financiar seus déficits cíclicos ou temporários de outra forma. O motivo para a criação dele foi a crença de que muito da instabilidade financeira nos anos 1920 e especialmente nos anos 1930 poderia ter sido evitada ou mitigada se houvesse um emprestador internacional de última instância. A equipe do FMI visita cada um dos países-membros uma ou duas vezes por ano para discutir suas políticas econômicas. O Fundo é um grande repositório de dados e experiências dos países sobre as alterações nos preços dos ativos e mudanças na dívida externa de países individuais. No entanto, raramente soou o alarme indicando que a dívida externa de países-membros estava aumentando muito rapidamente – ou que seus déficits de conta-corrente eram muito altos, ou que a transição para valores sustentáveis para suas contas-correntes seria onerosa para a estabilidade econômica –, avisando que um "pouso forçado" seria mais provável do que um "pouso suave". O FMI também não foi capaz de proporcionar os créditos no momento da quebra para evitar um extensivo e debilitante *undershooting*.

Muitos desses países usaram dinheiro do Fundo para limitar a desvalorização das suas moedas depois do advento da crise monetária, mas alguns países se recusavam a aceitar dinheiro do FMI porque as condições vinculadas à aceitação iriam esvaziar suas economias.

O Tesouro dos Estados Unidos tornou-se um emprestador de última instância para o México durante sua crise financeira no final de 1994, pois os recursos financeiros do FMI eram pequenos demais para as necessidades do México. O Fundo e diversos governos estrangeiros também proporcionaram assistência. O anúncio de que esse dinheiro seria

disponibilizado limitou a desvalorização adicional do peso, e se uma iniciativa comparável tivesse sido tomada uma ou várias semanas antes, o *undershooting* do peso teria sido menor, e os impactos negativos da desvalorização do peso sobre a economia mexicana, menos severos.

Entretanto, se o baixo desempenho do FMI em relação às ambições que levaram à sua fundação foi resultado dos erros de análise, da política ou da truculência dos países-membros, é um tópico para outro livro.

Epílogo 2010-2020

A CRISE ECONÔMICA GLOBAL QUE COMEÇOU EM 2008 levou à extensa discussão sobre as mudanças nas regulamentações que poderiam impedir uma cadeia similar de eventos e reduzir a probabilidade de que os governos norte-americano e de outros países precisassem "salvar" seus grandes bancos em 2020 ou 2025. A maioria das propostas de reforma reflete uma visão – implícita, se não explícita – sobre a causa ou causas da crise. Os temas padrão incluem o ponto de vista de que a bolha nos imóveis e hipotecas *subprime* foi resultado de ganância, empréstimos descuidados, contratos distorcidos de compensação para banqueiros ou fracassos das regulamentações.

O prelúdio do pânico e quebra que começou em setembro de 2008 foi a rápida expansão do crédito que iniciou em 2002, financiando tanto compras de imóveis nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, África do Sul e Islândia quanto grandes débitos fiscais na Grécia, Portugal e Espanha. Os preços dos imóveis norte-americanos atingiram um pico no final de 2006. A subsequente queda na construção de propriedades levou a uma recessão que teve início em janeiro de 2008. Algumas instituições financeiras começaram a falir no segundo semestre de 2007. Tanto a Countrywide Financial quanto a Northern Rock precisaram de assistência financeira em agosto de 2007.

Subsequentemente, houve corridas para a Bear Stearns, em fevereiro de 2008, e para a Lehman Brothers, em agosto e setembro de 2008. Depois que a Lehman faliu, em meados de setembro, os mercados de crédito paralisaram, e outras instituições financeiras ficaram sujeitas a corridas, que diminuíram somente depois que o crédito público dos governos foi comprometido para o suporte a essas empresas. Esse dinheiro foi visto como um "resgate", e o clichê "grande demais para falir" dominou a discussão, embora os acionistas desses bancos, assim como os da AIG, perderam 90 a 95% do seu dinheiro, as empresas tornaram-se tutelados do governo e suas gerências foram substituídas. A assistência do governo norte-americano tinha a intenção de impedir a implosão dos sistemas de pagamentos nos Estados Unidos e no mundo, levando à falência muitos bancos e empresas, que, de outro modo, seriam solventes, e a uma forte queda no emprego. Os beneficiários imediatos da assistência financeira do governo foram os detentores de títulos e outros credores não segurados dos bancos – além do público geral.

Um grupo de reformas busca limitar os valores e tipos de ativos que as empresas

beneficiárias do seguro de depósito do governo podem adquirir. Por exemplo, essas empresas teriam restritos seus investimentos em fundos de *hedge* e em empresas de *private equity*. Outro grupo de propostas limitaria as transações dos bancos em suas próprias contas em diversos tipos de derivativos. Outra proposta ainda indicava que as transações bancárias em derivativos poderiam ocorrer somente em uma bolsa organizada como nos mercados de futuros em moedas e em ouro, em vez do mercado de balcão.

Um grande conjunto de propostas foi direcionado à estrutura de capital dos bancos. Uma deles, genérica, era aumentar os requerimentos de capital dos bancos, o impulso da próxima atualização dos Acordos da Basileia ("Basileia III"), e segundo uma variante, o capital requerido para cada banco dependeria da composição dos ativos do banco; quanto maior a participação de "ativos arriscados", maior é o capital exigido. Outra variante propõe que os requerimentos de capital sejam ligados à taxa de crescimento dos ativos do banco. Quanto maior esta, maior o requerimento. Segundo outra abordagem, os bancos devem ter "capital de contingência" – se as perdas com empréstimos levarem a uma queda de capital abaixo de um mínimo regulatório, então alguns dos títulos emitidos pelos bancos seriam convertidos em capital. Portanto, cada portador de título – ou os portadores de certos tipos de títulos que foram emitidos pelos bancos – seria um acionista de contingência.

Um terceiro grupo de propostas concentra-se em mudanças na estrutura institucional da indústria de serviços financeiros e bancários. Uma recomendação genérica (o "Plano Volcker") é separar as atividades do banco de investimento das instituições bancárias de suas atividades convencionais de bancos comerciais, distinção que foi legislada no Glass-Steagall Act de 1933. Outra proposta é "reduzir" os maiores bancos para que, depois, nenhuma dessas instituições seja grande demais para falir, pois seu fechamento poderia disparar corridas para seus concorrentes.

Outro conjunto de propostas se concentra na necessidade de mudar a localização institucional dos reguladores bancários. A premissa é a incapacidade dos reguladores em aplicar as regras, seja porque foram "capturados" pelas empresas que deveriam regulamentar ou devido à indolência burocrática – a regulamentação parece supérflua em tempos de calmaria, e, assim, os indivíduos que querem levar uma vida tranquila se tornam regulamentadores.

A regulamentação dos bancos começou quando eles foram aprovados inicialmente pelos governos. Eles estavam sujeitos a várias restrições em troca do privilégio de produzir dinheiro. O padrão é a regulamentação incremental. Cada crise leva à adoção de novas regulamentações para reduzir a probabilidade de que o mesmo tipo de crise possa ocorrer. Os bancos estão sujeitos a regulamentações de portfólio, requerimentos de capital e de liquidez, restrições sobre filiais, tetos de taxas de juros e garantia de depósito. As regulamentações limitam o abuso de poder dos banqueiros e os empréstimos do banco para seus proprietários e administradores.

Nos Estados Unidos, a "Lei de Reforma de Wall Street e Proteção do Consumidor" – conhecida como Dodd-Frank – exige que os bancos mantenham mais capital e que o mesmo requerimento se aplique às companhias controladoras dos bancos. Existem restrições sobre os pagamentos de compensações para originadores de hipotecas, que devem manter 5% das que

originam. Existem limites sobre a quantidade de ações em fundos de *hedge* e empresas de *private equity* que os bancos podem ter, assim como há limites para sua participação em certas transações derivativas arriscadas. Além disso, o Escritório de Supervisão de Poupança (Office of Thrift Supervision) será fundido ao Escritório do Controlador da Moeda (Office of the Controller of the Currency).

Mas será que a história financeira dos últimos dez anos teria sido muito diferente se as regulamentações na legislação Dodd-Frank fossem adotadas em 2000? O extraordinário aumento no preço dos imóveis residenciais e comerciais dos Estados Unidos nos sete anos seguintes teria sido significativamente menor?

A bolha no mercado imobiliário norte-americano foi resultado de um extraordinário aumento na oferta de crédito, ou, o que é o mesmo, na demanda por hipotecas e títulos relacionados a elas. Parte dessa demanda veio de empresas estrangeiras, incluindo bancos centrais da Ásia, e outra veio de financiadores patrocinados pelo governo dos Estados Unidos, a Fannie Mae, a Freddie Mac e os Bancos de Empréstimo Residencial Federal (Federal Home Loan Banks). (Os agentes da Freddie e da Fannie encorajaram os bancos centrais a acreditar que suas notas provisórias eram efetivamente garantidas pelo Tesouro norte-americano – o que se provou verdadeiro.) Parte do aumento na oferta de crédito veio dos fundos de pensão e companhias de seguros norte-americanos. Além disso, os bancos de investimentos adquiriram dezenas de bilhões de dólares em hipotecas que eles acabariam securitizando, mantidas em inventários até que pudessem ser transferidas para os trustes que iriam emitir os títulos garantidos pelas hipotecas.

Os bancos comerciais norte-americanos respondiam por não mais que 20% do aumento na oferta de crédito para a compra de imóveis. As enormes perdas com empréstimos que os bancos sofreram entre 2007 e 2010 ocorreram porque seus julgamentos sobre a tendência dos preços dos imóveis estavam errados. Essas empresas – e os reguladores financeiros – subestimaram os riscos de crédito vinculados a hipotecas e a títulos relacionados a elas porque não acreditaram que o preço dos imóveis residenciais iria cair, talvez porque achavam que os preços nunca antes haviam recuado (os financiadores não perceberam que os preços dos imóveis haviam caído nacionalmente durante a Grande Depressão). As perdas que os bancos sofreram em suas transações em derivativos esotéricos – exceto por aqueles associados com títulos relacionados a hipotecas – foram pequenas. Essas transações tiveram um significativo impacto sobre a solvência de somente uma empresa, a AIG, que era, principalmente, um conglomerado de seguros (embora ela possuísse um pequeno banco). A AIG precisava de quantias cada vez maiores de dinheiro como margem para os *credit default swaps* (CDS) que vendia conforme as agências classificadoras de crédito reduziam seu perfil de risco. O racional para a enorme assistência do governo à AIG era que, se ela falisse, muitas das contrapartes que teriam comprado os *swaps* dessa empresa também teriam falido.

A oferta de crédito disponível para a compra de hipotecas e o escopo da bolha imobiliária que começou em 2002 pode ter sido modestamente mais forte devido à crença de que os títulos da Fannie Mae e da Freddie Mac eram, na prática, garantidos pelo Tesouro dos Estados Unidos. De modo similar, a oferta de crédito pode ter sido modestamente maior porque as agências classificadoras de crédito foram corrompidas pelos bancos de

investimento, em suas avaliações do risco vinculado a diversos títulos relacionados a hipotecas; além disso, algumas das empresas que originaram as hipotecas que seriam securitizadas foram menos meticulosas na avaliação dos riscos de crédito do que seriam se planejassem manter as hipotecas nos seus próprios portfólios – daí o requerimento de que os originadores mantivessem 5% do risco de crédito.

Resumindo, quando as bolhas de crédito se expandem, os financiadores estendem crédito para os tomadores de empréstimos, que ficam cada vez menos atraentes em relação aos seus históricos de pagamento e sua capacidade e disposição de aderir aos contratos. O aumento na participação de empréstimos *subprime* de 6 para 20% do mercado total para hipotecas imobiliárias residenciais entre 2004 e 2005 ocorreu porque esse tipo de crédito não era suficiente para satisfazer a demanda por títulos relacionados a hipotecas. Alguns dos financiadores queriam as maiores taxas de retorno associadas a títulos relacionados ao financiamento de imóveis. Os devedores, no limite de serem dignos de crédito, conseguiam obter dinheiro porque não havia restrições macro para o aumento na oferta de crédito. Muitas empresas, incluindo a Countrywide Financial, Washington Mutual e a Northern Rock assumiram mais riscos de crédito porque queriam ampliar suas participações de mercado enquanto muitos dos seus concorrentes se recusavam a ceder participação de mercado; como resultado, os padrões de crédito declinaram.

A legislação Dodd-Frank irá aumentar os custos dos bancos. Uma das características padrão do desenvolvimento do mercado financeiro – e o que torna esses desenvolvimento significativo – são os custos da regulamentação imposta sobre várias empresas; dessa forma, são desenvolvidas novas instituições que contornam tais regulamentações. O sistema financeiro paralelo se desenvolveu lado a lado com o sistema tradicional em resposta às regulamentações impostas sobre os bancos tradicionais. Assim, os fundos do mercado monetário, bancos no exterior e veículos especiais de investimento são componentes desse sistema. A Fannie Mae e a Freddie Mac tinham uma vantagem de custo em relação aos financiadores tradicionais de hipotecas devido à garantia implícita do governo sobre seus títulos – e também porque tinham requerimentos de capitais muito menores. Durante a crise financeira, os fundos do mercado monetário foram colocados sob o guarda-chuva da garantia federal de depósitos para impedir corridas insipientes – um “almoço grátis” para os portadores de fundos no mercado monetário e para as empresas que emitiram essas notas promissórias.

É cedo demais para determinar se o aumento nos custos da regulamentação que se seguirão à Lei Dodd-Frank irão levar à significativa expansão dos papéis das empresas no sistema financeiro paralelo. Algumas dessas novas empresas não regulamentadas podem ser propriedades das instituições regulamentadas, e não há nada no Dodd-Frank Act que impeça uma disparada na oferta de crédito disponível para imóveis ou uma elevação nos preços dos imóveis comparáveis ao que ocorreu depois de 2002 – ou aumentos ainda maiores. A participação do crédito dos bancos regulamentados seria um pouco menor devido às regulamentações. Mesmo assim, quando a bolha imobiliária de 2020 implodir, alguns bancos sofrerão perdas tão grandes com empréstimos que serão forçados a fechar ou buscar um parceiro bem capitalizado para uma fusão, e outros serão protegidos devido ao maior nível de

capital necessário. O número de instituições bancárias que serão forçadas a fechar dependerá do escopo do aumento nos preços dos imóveis durante a bolha relacionada à ampliação do capital do banco. Quando os preços dos imóveis começarem a cair, serão inevitáveis as corridas para as empresas do sistema bancário paralelo, bem como corridas para bancos de investimento, fundos do mercado monetário e grandes bancos segurados em 2007, 2008 e 2009. Essas regulamentações dirão durante os anos da bolha, ou talvez antes: “não vamos salvar ou apoiar de outra forma os financiadores que contornaram as regulamentações”. Talvez as autoridades no momento da crise aderiram a esse compromisso – mas a lição da história é que elas não o farão, e que as instituições desenvolvidas para contornar a regulamentação receberão assistência financeira do governo durante a crise porque sua falência seria onerosa para as instituições regulamentadas, pois os preços da maioria dos ativos – exceto os títulos governamentais – iriam cair.

Muitas das mudanças propostas na regulamentação financeira e as principais características da legislação Dodd-Frank têm como premissa o fato de que a causa das crises financeiras estava ao lado da demanda e dos empréstimos irresponsáveis por bancos e outras empresas. A visão contrária indica que a causa da crise foi a oferta de crédito que aumentou a uma taxa muito rápida nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha, Islândia e África do Sul. De modo similar, a oferta do crédito disponível para a compra de títulos do governo da Grécia e de Portugal elevou-se muito rapidamente. Os empréstimos irresponsáveis e a cobiça tiveram somente um pequeno impacto sobre a oferta de crédito, pois os financiadores estavam respondendo ao rápido aumento das ofertas. Os bancos foram um dos canais para os fluxos de crédito, e a oferta poderia ter sido satisfeita de algum outro modo se os bancos fossem mais cuidadosos na compra de hipotecas e títulos relacionados a elas.

O lado negativo das propostas de reforma financeira e da legislação Dodd-Frank é que ambas não afetam a oferta de crédito e o aumento da demanda por títulos relacionados a hipotecas. Se o regime regulatório financeiro dos Estados Unidos tivesse sido reestruturado em 2000 de modo similar à legislação Dodd-Frank, é muito provável que a história monetária dos dez anos seguintes fosse significativamente diferente.

[1] VOGEL, Ezra. *Japan as Number One*: Lessons for America. Boston: Harvard University Press, 1979.

[2] TETT, Gillian. *O ouro dos tolos:* como a ganância desenfreada corrompeu um sonho, despedaçou os mercados e desencadeou uma catástrofe mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

[3] FOX, Justin. *O mito dos mercados racionais:* uma história de risco, recompensa e decepção em Wall Street. Rio de Janeiro: Best Business, 2011.

[4] CASSIDY, John. *Como os mercados quebram:* a lógica das catástrofes econômicas. Rio de Janeiro: Intrinseca, 2011.

[5] MORRIS, Charles R. *O crash de 2008 – dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*. Florianópolis: Aracati, 2009.

[6] AKERLOF, George; SHILLER, Robert. *O espírito animal*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

[7] RAJAN, Raghuram G. *Linhas de falha:* como rachaduras ocultas ainda ameaçam a economia mundial. São Paulo: BEI, 2012.

[8] STIGLITZ, Joseph. *O mundo em queda livre.* São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

[9] TALEB, Nassim Nicholas. *A lógica do cisne negro*. Rio de Janeiro: Best Seller, 2008.

[10] ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. *A economia da crise:* um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. São Paulo: Intrinseca, 2010.

[11] PAULSON, Henry. *À beira do abismo financeiro.* Rio de Janeiro: Campus, 2010.

[12] McDONALD, Lawrence G. *Uma colossal falta de bom senso:* a história por trás do colapso do Lehman Brothers. Rio de Janeiro: Record, 2010.

[13] COHAN, William D. *Castelo de cartas*. Rio de Janeiro: Best Business, 2010.

[14] Disponível em: <www.fcic.gov/report>. Acesso em: 6 maio 2013.

[15] KINDLEBERGER, C. P. *The World in Depression, 1929-1939*. 2. ed. Berkeley: University of California Press, 1986.

[16] Ver FLOOD, Robert D.; GARBER, Peter W. *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994. Os autores acreditam que “fundamentos” determinam o comportamento econômico, a menos que os governos mudem as regras. Uma mudança particular no último quarto do século XX foi a desregulamentação dos mercados financeiros.

[17] Ver SHAW, Edward. *Financial Deepening in Economic Development*. Nova York: Oxford University Press, 1973; e McKINNON, Roland I. *Money and Capitalism in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution, 1973. Um estudo detalhado da regulamentação em países em desenvolvimento encontra-se em WILLIAMSON, John; MOHAR, Molly. A Survey of Financial Liberalization. In: *Essays in International Finance*, n. 221. Princeton, N. J.: International Finance Section, Nov. 1998.

[18] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Recent Innovations in International Banking. In: *CGFS Publications.* Basel: Bank for International Settlements, 1986. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Acesso em: 8 maio 2013.

[19] KINDLEBERGER, C. P. Panic of 1873; International Propagation of Financial Crises. In: *Historical Economics*. Nova York: Harvester Wheatsheaf, 1990, p. 310-325; LARSON, Henrietta M. Jay Cooke. *Private Banker*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936; e SIMON, Matthew. *Cyclical Fluctuations in the International Capital Movements of the United States* 1865-1897. Nova York: Arno, 1979.

[20] Agência federal dos Estados Unidos cuja função é garantir os depósitos bancários (N. de T.).

[21] Agência federal dos Estados Unidos que tinha, até 1989, de garantir depósitos em poupanças e empréstimos (N. de T.).

[1] SCHUMPETER, Joseph A. *Business Cycles:* a Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. Nova York: McGraw-Hill, 1939, Vol. 1, Cap. 4, esp. p. 161s.

[2] MINSKY, Hyman. *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press, 1975; MINSKY, Hyman. The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. (coord.). *Financial Crises*: Theory, History and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982, p. 13-29. Para uma visão sobre o trabalho de Hyman Minsky no contexto histórico, veja MEHRLING, Perry. The Vision of Hyman P. Minsky. In: *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 39 (1999), p. 125-158.

[3] Ver MATTHEWS, R. C. O. Public Policy, and Monetary Expenditure. In: WILSON, Thomas; SKINNER, Andrew S. (eds). *The Market and the State:* Essays in Honour of Adam Smith. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1976, p. 336.

[4] "*What really fueled the takeover boom [in the 1980s] was the sight of other people making money, big money, by buying and selling companies*." (O que realmente levou ao *boom* [nos anos 1980] foi o fato de ver outras pessoas ganharem muito, mas muito dinheiro ao comprar e vender empresas.) STEWART, James B. *Covil de ladrões*. São Paulo: Bertrand Brasil, 1994.

[5] KINDLEBERGER, C. P. *The World in Depression, 1929-1939*. 2. ed. Berkeley: University of California Press, 1986, p. 1-3.

[6] FLOOD, Robert D.; GARBER, Peter W. *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994, p. 73-74, 85, 96, 98.

[7] HANSEN, Alvin. *Business Cycles and National Income*. Nova York: W.W. Norton, 1957, p. 226.

[8] Artigos de jornal afirmam que o Quantum Fund de George Soros teve lucro de US$ 1 bilhão em vendas a descoberto da libra britânica e lira italiana em 1992-1993 e perdeu US$ 600 milhões vendendo o *yen* a descoberto no outono de 1994.

[1] MUTH, John F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. In: *Econometrica*, vol. 29, jul. 1961, p. 313-335.

[2] JOHNSON, Harry G. Destabilizing Speculation: a General Equilibrium Approach. In: *Journal of Political Economy*, vol. 84, fev. 1976, p. 101.

[3] FRIEDMAN, Milton. The Case for Flexible Exchange Rates. In: *Essays in Positive Economics.* Chicago: University of Chicago Press, 1953. Em uma ocasião, Friedman mudou para uma posição diferente: "A especulação de desestabilização é uma possibilidade teórica, mas eu não conheço nenhuma evidência empírica de que ela tenha ocorrido mesmo como caso especial, e muito menos como regra geral". FRIEDMAN, Milton."Discussion" of C. P. Kindleberger, The Case for Fixed Exchange Rates, 1969. In: FEDERAL Reserve Bank of Boston. *The International Adjustment Mechanism.* Boston: Federal Bank of Boston, 1979, p. 114-115.

[4] Ver BRAUDEL, Fernand. *Civilization and Capitalism:* the Limits of the Possible, The Structures of Everyday Life. Nova York: Harper and Row, 1981, vol. 1, p. 220, 221, 281, 315, 318, 335s. Edição brasileira: BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: As estruturas do cotidiano vol. 1*. São Paulo: Martins Fontes, 1995.

[5] HYNDMAN, H. M. *Commercial Crises of the Nineteenth Century*. 1892. 2. ed. (reimpressão de 1932). Nova York: Augustus M. Kelley, 1967, p. 96.

[6] BAGEHOT, Walter. *Lombard Street*: a Description of the Money Market (1873; reimpressão). Londres: John Murray, 1917, p. 18.

[7] CLAPHAM, *Sir* John. *The Bank of England:* a History. Cambridge: Cambridge University Press, 1945, vol. 2, p. 326.

[8] SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776; reimpressão), Nova York: Modern Library, 1937, p.703-704.

[9] MARSHALL, Alfred. *Money, Credit and Commerce* (1923; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1965, p. 305.

[10] Cada vez mais teóricos econômicos se afastam da inabalável confiança na suposição de que os participantes do mercado são uniformemente inteligentes, informados e de pensamento independente, introduzindo conceitos como a informação assimétrica (diferentes conhecimentos disponíveis para diversos participantes), dissonância cognitiva (supressão inconsciente de informações que não se encaixam em pontos de vista anteriores), comportamento de manada, procrastinação que resulta no fracasso em agir de modo oportuno, e assim por diante. Os interessados devem consultar especialmente os trabalhos de George Akerlof e Richard Thaler. Para estudos relevantes, ver MISKIN, Frederic S. Asymmetric Information and Financial Crises: a Historical Perspective. In: HUBBARD, R. Glenn (ed.). *Financial Marketsand Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, 1991, p. 69-108; e LUX, Thomas. Herd Behavior, Bubbles and Crashes. In: *Economic Journal*, vol. 105, jul. 1995, p. 881-896.

[11] LEBON, Gustav. *The Crowd*: a Study of the Popular Mind. Londres: T. Fischer, Unwin, 1922.

[12] MACKAY, Charles. *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds* (1852; reimpressão). Boston: L. C. Page Co., 1932.

[13] CARSWELL, John. *The South Sea Bubble*. Londres: Cresset Press, 1960, p. 161.

[14] CASS, David; SHELL, Karl. Do Sunspots Matter? In: *Journal of Political Economy*, vol. 91, n. 2, abr. 1983, p. 193-227. Esse conceito é um evento completamente estranho e foi incluído na primeira edição de modo mais ou menos aleatório. Entretanto, desde 1983, "manchas solares" tornou-se uma palavra para cobrir a incerteza geral em oposição aos "fundamentos" que aparecem nas expectativas racionais.

[15] FISHER, Irving. *The Purchasing Power of Money:* Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises. 2. ed. Nova York: Macmillan, 1911, especialmente o Capítulo 1, *Dealing with crises*; WICKSELL, Knut. *Interestand Prices*. London: Macmillan, 1936. (Publicado pela primeira vez em1898).

[16] LARSON, Henrietta M. Jay Cooke. *Private Banker*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1934.

[17] McFERRIN, John Berry. *Caldwell and Company:* a Southern Financial Empire. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1939; Nashville: Vanderbilt Press, 1969 (reimpressão).

[18] TEMIN, Peter. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* Nova York: W.W. Norton, 1976, p. 90-93.

[19] SPERO, Joan Edelman. *The Failure of the Franklin National Bank:* Challenge to the International Banking System. Nova York: Columbia University Press, 1980.

[20] BAGEHOT, W. Op. cit., p. 131-132.

[21] VANVLECK, George W. *The Panic of 1857:* an Analytical Study. Nova York: Columbia University Press, 1953, p. 31.

[22] MATTHEWS, R. C. O. *A Study in Trade-Cycle History:* Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842. Cambridge: Cambridge University Press, 1954, p. 49, 110-111; REED, M. C. *Investment in Railways in Britain:* a Study in the Development of the Capital Market. Londres: Oxford University Press, 1976.

Talvez seja mais apropriado dizer que damas e clérigos – considerados, na expressão norte-americana, "viúvas e órfãos" – pertençam a um terceiro estágio quando os títulos amadurecem no mercado. Os franceses dizem que tais investimentos são adequados para o "pai de família". Charles Wilson, em *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), indica diversas variações dos grupos de investidores: na Holanda, "solteironas, viúvas, oficiais aposentados da marinha e do exército, magistrados, mercadores aposentados, pastores e orfanatos" (p. 118); "centenas de outros mercadores (...) além de milhares de servidores civis, magistrados, viúvas e órfãos, e instituições de caridade" (p. 135); "viúvas, pastores, orfanatos, magistrados e servidores civis" (p. 162); "pequena nobreza rural, burgueses ricos e oficiais de Amsterdã, viúvas e solteironas ricas" (p. 181); "solteironas, teólogos, almirantes, servidores civis, mercadores, especuladores profissionais, e os inevitáveis viúvas e órfãos (p. 202).

Na citação de Bagehot que serve como uma das epígrafes deste livro, os proprietários do capital cego que não tinham a sabedoria de investi-lo corretamente foram caracterizados na porção taxada como "senhoras quietas, clérigos rurais e avarentos rurais", e novamente como "reitores, autores, avós". Ver BAGEHOT. Essays on Edward Gibbon, citado em BURTON, Theodore E. *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression*. Nova York: Appleton, 1902, p. 321-322. Em um ensaio de 1857, Bagehot cita Lord Brougham escrevendo sobre a crise de 1814: "O frenesi, eu não posso chamá-lo de nada menos (...) desceu sobre pessoas das condições mais humildes, e mais afastados, por seus empreendimentos, dos cuidados comerciais (...) Não *só clérigos e trabalhadores, mas também servidores braçais empregaram as pequenas somas que estavam poupando para a velhice e para doenças (...)* Os grandes especuladores faliram, os medíocres mantiveram uma existência medíocre, sem nenhum meio de continuar seus negócios, seja em casa ou no exterior. As pobres vítimas da ilusão perderam suas parcas economias e deixaram a paróquia". (ST. JOHN-STEVAS, Norman (ed.). *Bagehot's Historical Essays*. Nova York: New York University Press, 1966, p.118-119.) Outra expressão britânica para os ingênuos e inocentes que foram atraídos para as últimas fases de uma bolha é "quitandeiros e empregadas". As categorias norte-americanas em 1929 eram "engraxates e garçons", enquanto uma caracterização mais moderna considera "pintores residenciais e funcionárias de escritório" (BROOKS, John. *The Go-Go Years*. Nova York: Weybright and Talley, 1973, p. 305). Classes atuais de investidores amadores e às vezes mal aconselhados nos Estados Unidos incluem atletas profissionais e bem-sucedidos médicos e dentistas.

[23] WIRTH, Max. *Geschichte der Handelskrisen* [*História das crises comerciais*]. 4. ed. (1890; reimpressão). Nova York: Burt Franklin, 1968, p. 480.

[24] MINTZ, Ilse. *Deterioration in the Quality of Bonds Issued in the United States, 1920-1930*. Nova York: National Bureau of Economic Research, 1951.

[25] STEIN, Benjamin. The Day Los Angeles's Bubble Burst. In: *New York Times*, 8 de dezembro de 1984.

[26] KING, John. For Investors, Condo Craze Ends: Once Hot Market Makes Do Without Speculators. In: *Boston Globe*, 14 de fevereiro de 1988.

[27] HOYT, Homer. *One Hundred Years of Land Values in Chicago*. Chicago: University of Chicago Press, 1933, p. 136.

[28] JOHNSON, Harry G. Destabilizing Speculation: a General Equilibrium Approach. In: *Journal of Political Economy*, vol. 84, fev. 1976, p. 101.

[29] WIMMER, Larry T. The Gold Crisis of 1869: Stabilizing or Destabilizing Speculation under Floating Exchange Rates, Explorations. In: *Economic History*, 12 (1975), p. 105-22.

[30] STEAD, Christina. *House of All Nations*. Nova York: Knopf, 1938.

[31] CARSWELL, John. Op. cit., p. 131, 199.

[32] CARSWELL, John. Op. cit., p. 120.

[33] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 20. Hyndman, um socialista, atribui sarcasticamente esse exemplo aos anos 1820: "Os erros mais ridículos foram cometidos pela classe que deveria estar fazendo negócios para o bem geral. Aquecedores foram enviados para cidades nos trópicos, e Sheffield forneceu cuidadosamente patins, meios de aproveitar seu passatempo favorito em um local onde o gelo nunca havia sido visto. O melhor vidro e porcelana foram fornecidos para selvagens nus, que até então achavam que chifres e cascas de cacau eram ocas o suficiente para conter todas as bebidas que eles quisessem". (Ver HYNDMAN, H. M. *Commercial Crises of the Nineteenth Century* [1892]; 2. ed. (1932, reimpressão),

Nova York: Augustus M. Kelley, 1967, p. 39.) Clapham está certo, e Hyndman, errado. A fonte para ambos é McCULLOUGH, J. R. *Principles of Political Economy*. 2. ed. Edimburgo, 1830, que se refere a 1810, e não 1825.

O anúncio da formação da Companhia dos Mares do Sul em maio de 1711 produziu expectativas de uma forte demanda por bens britânicos na América Latina que proporcionariam "uma solução triunfante para o problema financeiro [britânico] e para a necessidade de expansão para o suporte do nosso modo de vida". Foram previstos mercados em expansão em "Colchester bays [um tipo de tecido], lenços de seda, cera para selos, especiarias, despertadores e relógios de pulso, queijo de Cheshire, pickles, balanças e pesos para ouro e prata" (Veja CROSWELL. *South Sea Bubble*, p. 55).

[34] SMART, William. *Economic Annals of the Nineteenth Century* (1911; reimpressão, Nova York: Augustus M. Kelly, 1964), vol.2, p. 292.

[35] MATTHEWS, R. C. Op. cit., p. 25.

[36] EVANS, D. Morier. *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1969, p. 102.

[37] WIRTH, Max. The Crisis of 1890. In: *Journal of Political Economy*, vol. 1, mar. de 1893, p. 230.

[38] COTTRELL, P. L. *Industrial Finance, 1830-1914*: the Finance and Organization of English Manufacturing Industry. Londres: Methuen, 1980, p. 169. Cottrell observa que a flotação da Guinness era de £ 6 milhões, tratada por Baring e sobrevendida muitas vezes.

[39] PIGOU, A.C. *Aspects of British Economic History*, *1918-25*. Londres: Macmillan, 1948.

[40] MILL, J. S. *Principles of Political Economy, with some of their Applications to Social Philosophy* (1848). 7. ed. Londres: Longmans, Green, 1929, p. 709.

[41] LÉVY-LEBOYER, Maurice. *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle*. Paris: Presses universitaires de France, 1964, p. 715.

[42] Wilson, Charles. *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century*. Cambridge: Cambridge University Press, 1941, p. 25. Para uma série do começo do século XVII, ver VAN DILLEN, J. G. The Bank of Amsterdam. In: VAN DILLEN, J. G. *History of the Principal Public Banks*. Haia: Martinus Nijhoff, 1934, p. 95.

[43] Para 1822 e 1824, ver SMART. *Economic Annals*, vol. 2, p. 82,215. Para 1888, veja LAUCK, W. Jett. *The Causes of the Panic of 1893*. Boston: Houghton Mifflin, 1907, p. 39.

[44] ANDRÉADÈS, A. *History of the Bank of England*. Londres: P. S. King, 1909, p. 404-405; ver também p. 249.

[45] SPRAGUE, O. M.W. *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelly, 1968, p.35-36.

[46] Great Britain. *Parliamentary Papers (Monetary Policy, Commercial Distress)* [Papéis Parlamentares (Política Monetária, Problemas Comerciais)]. *Report of the Select Committee on the Operation of the Bank Acts and the Causes of the Recent Commercial Distress, 1857-1859*. Shannon: Irish University Press, 1969, vol. 4; Relatório consular de Hamburgo, n. 7, 27 de janeiro de 1858, p. 438.

[47] Essa declaração aparece no romance DUNN, Donald H. *Ponzi, the Boston Swindler*. Nova York: McGraw-Hill, 1975, p. 98.

[48] STEVAS, Norman St. John (ed.). *The Collected Works of Walter Bagehot.* Londres: The Economist, 1978, vol. 11, p. 339.

[49] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 109.

[50] WIRTH, Max. Op. cit., 1893, p. 222-224; POSE, Alfred. *La monnaie er ses institutions*. Paris: Presses universitaires de France, 1942, vol. 1, p. 215. Lauck computa o custo da operação de resgate aos bancos líderes em 25 milhões de francos, e na operação do Banco da França registra 100 milhões de francos; ver LAUCK, 1907, p. 57.

[51] McKINNON, Ronald I. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

[52] DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F. Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. In: *Journal of Development Studies*, vol.18, n. 1, set-out 1985, p. 1-24.

[53] McKINNON, Ronald I.; MATHIESON, Donald J. How to Manage a Repressed Economy. In: *Essays in International Finance*, n. 145. Princeton, N. J.: International Finance Section, Princeton University, 1981.

[54] WIRTH, Max. Op. cit., p. 519. Um paralelo semelhante pode ser encontrado na ocasião de uma grande exibição em Melbourne (Austrália), celebrando o centésimo aniversário da colonização europeia. Essa exibição incentivou brevemente a economia da cidade. Ver SEARLE, Geoffrey. *The Rush To Be Rich: a History of the Colony of Victoria*. Melbourne: Melbourne University Press, 1971, p. 285-287.

[55] BEYEN, J.W. *Money in a Maelstrom*. Nova York: Macmillan, 1959, p. 45.

[56] A expressão data de 1686 e foi utilizada por Gerald Malynes, citada em BARBOUR, Violet. *Capitalism in Amsterdan in the 17th Century*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1963, p. 74.

[57] SCOTT, William R. *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*, 3 vols. Londres, 1922, sumarizado por SCHUMPETER, J.A. *Business Cycles*. Nova York: McGraw-Hill, 1939, vol. 1, p. 250.

[58] CARSWELL, John. Op. cit., p. 139.

[59] ROSENBERG, Hans. *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59*. Stuttgart-Berlin: W. Kohlhammer, 1934, p. 114.

[60] DIVINE, David. *Indictment of Incompetence*: Mutinyat Invergordon. Londres: Macdonald, 1970.

[61] KINDLEBERGER, C. P. The Economic Crisis of 1619 to 1623. In: *Journal of Economic History*, vol. 51, n. 1, mar. 1991, p. 149-1975.

[62] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 92.

[63] Ibid., p. 458.

[64] GILLE, Bertrand. *La Banque et le crédit en France de 1815 à 1848*. Paris: Presses universitaires de France, 1959, p. 175.

[65] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 673.

[66] GILLE, Bertrand. Op. cit., 1959, p. 304.

[67] BALZAC, Honoré de. *César Birotteau*. Paris: Livre de Poche, 1972, esp. p. 13-14.

[68] JENKS, Leland H. *The Migration of British Capital to 1875*. Nova York: Knopf, 1927, p. 34.

[69] ROSENBERG, 1934, p. 50; 100-101. Ver também WEISMAN, Stewart L. *Need and Greed:* the Story of the Largest Ponzi Scheme in American History. Syracuse: University of Syracuse Press, 1999.

[70] GLASSMAN, James K.; HASSETT, Kevin A. *Dow 36,000:* the New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market. Random House, 1999; ELIAS, David. *Dow 40,000*: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History. McGraw-Hill, 1999; KADLEC, Charles W. *Dow 100,000:* Fact or Fiction. Prentice Hall, 1999.

[71] CARSWELL, John. Op. cit., p. 171.

[72] Ibid., p. 140, 155.

[73] Ibid., p. 159.

[74] CHAUSSINAND-NOGARET, Guy. *Les financiers de Languedoc au XVIIIe siècle*. Paris: S.E.V.P.E.N., 1970, p. 146. Esse autor observou que os financistas eram muito mais realistas do que o banco John Law, pois estimulavam a especulação (agiotagem) mas se mantinham acima da febre e não arruinavam o sistema ao converter suas notas quando julgavam que o momento era mais favorável. CARSWELL, John. Op. cit., p. 129.

[75] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 239.

[76] ASHTON, T. S. *Economic Fluctuations in England, 1700-1800*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959, p. 151.

[77] ASHTON, T. S. Op. cit., p. 127.

[78] Ver a revisão de VAN DER VOOT, Johannes. De Westindische Plantage van 1720 tot 1795. Eindhoven: De Witte, 1973. In: *Journal of Economic History*, vol. 36, jul. 1976, p. 519.

[79] WILSON, Charles. Op. cit., p. 169-187;ASHTON, T. S. Op. cit., 1959, p. 127-129; CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol.1, p. 242-249; BUIST, Martin G. *At Spes non Fracta*, Hope & Co., 1770-1815: Merchant Bankers and Diplomats at Work. Haia: Martinus Nijhoff, 1974, p. 21s.

[80] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953, vol. 1, p. 92.

[81] BENEDICT, Ruth. *Patterns of Culture*. Boston: Houghton Mifflin, 1934.

[82] Ver VAN DERWEE, Herman. *The Growth of the Amsterdam Market and the European Economy.* Haia: Martinus Nijhoff, 1963, vol. 2, p. 202; VAN HOUTTE, J. A., ANVERS, in: FANFANI, Amitore, ed. Città Mercanti Dottrinenell' Economia Europea. Milão: A. Guiffre, 1964, p. 311; SCHAMA, Simon. *The Embarrassment of Riches:* an Interpretation of Dutch Culture of the Golden Age. Berkeley: University of California Press, 1988, p. 347-350; BAASCH, Ernest. *Holländische Wirtschaftsgeschichte*. Iena: Gustav Fischer, 1927, p. 240, citando BÜSCH.

[83] SCHAMA, Simon. Op. cit., p. 503, 505.

[84] JUGLAR, Clement. *Des crises commerciales et leur retour périodiques en France, en Angleterre et aux Etats-Unis* . (1889; reimpressão). 2. ed, Nova York: Augustus M. Kelley, 1967.

[85] BURTON, Theodore E. *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* . Nova York: D. Appleton, 1902, p. 39-41.

[86] Os preços reais das terras australianas aumentaram de 100, em 1870, para 450, em 1895, caindo para cerca de 360 antes de 1900 e decolando novamente para 600, em 1905. Ver O'ROURKE, Kevin H.;WILLIAMSON, Jeffrey G. *Globalization and History*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1999, Figura 3.1.

[87] HIRST, Francis W. *The Six Panics and Other Essays*. Londres: Methuen, 1913, p. 2.

[88] CHEVALIER, Michel. *Lettres sur l'Amérique du Nord* . 3. ed. Bruxelas: Société belge du librairie, 1838, vol. 1, p. 261-262.

[89] Ibid., vol. 2, p. 151s.

[90] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., p. 404.

[91] WOLOWSKI, Louis. Testemunho para o Ministère des Finances (et al.) *Enquete sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire*. Paris: Imprimerie imperiale, 1867, vol.2, p. 398.

[92] WILSON, Charles. Op. cit., p. 77, citando DEPINTO, Isaac. *Jeu d'Actions* (século XVIII).

[93] STERN, Fritz. *Gold and Iron:* Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire. Londres: Allen & Unwin, 1977, p. 500, citando passagem de Franz Constantin em 1872.

[94] MORGENSTERN, Oskar. *International Financial Transactions and Business Cycles*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1959, p. 550.

[95] BIGO, Robert. *Les banques françaises au cours du XIXe siècle*. Paris: Sirey, 1947, p. 262.

[96] STEAD, Christina. Op. cit., p. 233.

[97] Ibid., p. 244.

[1] Pelo menos até onde posso dizer a partir das fontes limitadas. Como de praxe, no ápice da bolha os vendedores não tinham bulbos, e alguns (muitos?) compradores pagavam adiantamentos; se (porventura) pagavam em espécie, ou seja, bens ou *commodities* pessoais, presumivelmente era porque não tinham dinheiro. A diferença entre o valor do adiantamento e o preço negociado era coberta em crédito pessoal. Ver POSTHUMUS, N.W. The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637. In: *Journal of Economic and Business History*, vol. 1 (1928-29), reimpresso em SCOVILLE, W. C.; LAFORCE, J. C. (orgs.). *The Economic Development of Western Europe, vol. 2* (*The Sixteenth and Seventeenth Centuries*). Lexington, Mass.: D. C. Heath, 1969, p. 142; SCHAMA, Simon. Op. cit., p. 358; FLOOD, Robert D.; GARBER, Peter W. Op. cit., p. 60.

[2] TEMIN, Peter. *The Jacksonian Economy*. Nova York: W.W. Norton, 1969, p. 79-82.

[3] BOUVIER, Jean. *Le Krach de l'Union Générale, 1878-1885*. Paris: Presses universitaires de France, 1960, p. 129-134.

[4] Kuwait's Great $70 Bn Paper Chase. *Financial Times*, 25 de setembro de 1982; Kuwait Aide Says Speculators Own "Price of Follies". *International Herald Tribune*, 29 de outubro de 1982; Kuwait's Try a New Exchange. *New York Times*, 16 de dezembro de 1984, sessão D.

[5] FRIEDMAN, Milton. *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago: Aldine, 1969, p. 1-50.

[6] VINER, Jacob. *Studies in the Theory of International Trade*. Nova York: Harper, 1937, p. 232-233.

[7] VAN DILLEN, J. G. Op. cit., p. 79-123.

[8] HECKSCHER, Eli F.; VAN DILLEN, J. G. The Bank of Sweden in Its Connection with the Bank of Amsterdam. In: VAN DILLEN, J. G. Op. cit., p. 169.

[9] BAGEHOT, Walter. The General Aspect of the Banking Question, n. 1, carta para o editor do *The Economist*, 7 de fevereiro de 1857. In: STEVAS (org.). Op. cit., vol. 9, p. 319.

[10] Great Britain. *Committee on the Working of the Monetary System*. Relatório (Relatório Radcliffe), Cmnd 827. Londres: H. M. Stationery Office, agosto de 1959, p. 133-134, 391-392.

[11] Ibid., p. 134, 394.

[12] GIBBONS, James S. *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House and the Panic of 18* 57. Nova York: D. Appleton, 1859, p. 376-377.

[13] MILL, J. S. In: *Westminster Review*, vol. 41 (1844), p. 590-5911, citado em VINER, 1937, p. 246.

[14] Ver FRIEDMAN, Benjamin M. Portfolio Choice and the Debt-to-Income Relationship. *American Economic Review*, vol. 75, n. 2, mai. 1985, p. 338-343 e The Roles of Money and Credit in Macro-economic Analysis. In: TOBIN, James (org.). *Macroeconomics, Prices, and Quantities:* Essays in Memory of Arthur Okun. Washington, DC: Brookings Institution, 1983, p. 161-189.

[15] CLEMENTS, Samuel L. (pseudônimo de Mark Twain);WARNER, Charles Dudley. *The Gilded Age:* a Tale of Today. Nova York: Harper & Brothers, 1873; reimpressão, edição nacional do autor, 10 vols., 1915, vol. 1, p. 263.

[16] Para uma discussão detalhada, ver KINDLEBERGER, C. P. The Quality of Debt. In: PAPADIMITRIOU, D. B. (org.). *Profits, Deficits and Instability*. Basingstoke: Macmillan, 1992. Reimpresso em *The World Economy and National Finance in Historical Perspective*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995, p. 117-130.

[17] Ver MINSKY. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. Op. cit., 1982, p. 13-39.

[18] Veja os comentários sobre o artigo de Minsky feitos por Flemming, Goldsmith e Melitzem em KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. Op. cit., p. 39-47.

[19] Expressão famosa nos Estados Unidos, que acabou se tornando um jargão econômico. Diz-se que a frase "não existe almoço grátis" surgiu como um aviso do proprietário de um pequeno restaurante de Nova York no século XIX: seus frequentadores, distraídos e jogando cartas, não pagavam o que era servido. (N. de E.)

[20] Revco Drugstore Chain in Bankruptcy Filing. *New York Times*, 29 jul. 1988, sessão D.

[21] KAUFMAN, Henry. *Interest Rates, the Markets and the New Financial World*. Nova York: Times Books, 1986.

[22] Alfred Marshall observou que o papel-moeda era usado na China 2 mil anos antes do seu artigo, e que o apropriado termo "dinheiro voador" é do mesmo país e foi dado para as letras de câmbio mil anos atrás. Ver MARSHALL, Alfred. Appendix E, Notes on the Development of Banking, with Special Reference to English Experience. In: MARSHALL, A. Op. cit., p.

305.

Na Europa, a letra de câmbio foi desenvolvida por mercadores italianos para equilibrar as contas nas feiras. Os devedores, no final das negociações, pagavam em notas de uma feira de um local diferente ou na próxima feita no mesmo local. Esse "dinheiro privado" era necessário porque não havia moeda suficiente (dinheiro do príncipe) para fechar as contas. Ver BOYER-XAMBEU, Marie-Therèse; DELEPLACE, Ghislain; GILLARD, Lucien. *Private Money and Public Currencies*: *the 16th-Century Challenge*. Armonk, NY: M.W. Sharpe, 1984.

[23] ASHTON, T. S. The Bill of Exchange and Private Banks in Lancashire, 1790-1830. In: ASHTON, T. S.; SAYERS, R.S. (orgs.). *Papers in English Monetary History*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953, p. 37-38.

[24] KNOWLES, Francis C. The Monetary Crisis Considered (1827), referindo-se ao Comitê da Casa dos Lordes sobre a Moeda Escocesa e Irlandesa de 1826; citado em HUGHES, J. R. T. *Fluctuations in Trade, Industry and Finance*: *a Study of British Economic Development, 1850-1860*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1960, p. 267.

[25] HUGHES, J. R. T. Op. cit., p. 258.

[26] SAMUELSSON, Kurt. International Payments and Credit Movements by Swedish Merchant Houses, 1730-1815. *Scandinavian Economic History Review*, vol. 3 (1955), p. 188.

[27] Para um exemplo inicial de tais atitudes, ver a discussão hipotética do conselho diretor de um banco de New York nos anos 1850 elaborada por GIBBONS, 1859, p. 50. Um diretor está defendendo a proposta de empréstimo de um tal Senhor Black, "rico o bastante para suportar uma contingência", que quer construir uma nova casa na Quinta Avenida por US$ 60.000 e gastar US$ 40.000. Ele propõe a expansão da linha de desconto da sua empresa no banco pela quantia total. Outro diretor objeta:

"Senhor Presidente, eu creio que não temos direito de descontar nada no conselho exceto uma nota comercial *bona fide* que será paga no vencimento. E, além disso, o endossador deve assumi-la ele mesmo, caso o sacante não a pague ou morra. Você não vê que estamos descontando esse título para pagar pela casa e mobília do Senhor Black, somente para seu prazer? Este não é um título comercial, senhor! É um título de acomodação no sentido mais real." O livro de Gibbon, com capítulos sobre as diversas tarefas de um banco, é um precursor do século XIX da obra

MAYER, Martin. *The Bankers*. Nova York: Ballantine Books, 1974.

[28] HAWTREY, R. G. *The Art of Central Banking*. Londres: Longmans, Green, 1932, p. 128-129.

[29] Ver KROOSS, Herman E. (org.). *Documentary History of Banking and Currency in the United States*. Nova York: Chelsea House, 1969, vol. 1, p. 31.

[30] VINER, Jacob. In: KROOS, Herman E. Op. cit., vol. 1, p. 245s, esp. p. 249-250.

[31] SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776, reimpressão). Nova York: Modern Library, 1937, p. 293-297.

[32] HAWTREY, R. G. *Currency and Credit*. 3. ed. Nova York: Longmans Green, 1930, p. 224.

[33] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 105.

[34] Great Britain, 1969, vol. 4, p. 113, questão 1.661, e p. 115, questão 1.679.

[35] SCHÄFFLE, Albert E. Fr. Die Handleskrise von 1857 in Hamburg, mit besonderer Rucksicht auf das Bankwesen, [A crise comercial de 1857 em Hamburgo, com especial consideração aos bancos]. In: *Gesammelte Aufsätze* [Ensaios reunidos]. Tübingen: H. Haupp'schen, 1885, vol. 2, p. 31.

[36] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 91.

[37] Ver KINDLEBERGER, C. P. Op. cit., 1986, p. 133 e nota.

[38] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 130-131.

[39] Depois da dissolução do banco, o promotor francês de Bontoux escreveu que haviam ocorrido graves irregularidades na emissão das ações e nos aumentos do capital, cujas adesões foram feitas pelo banco, tanto em seu próprio nome como nos nomes de clientes fictícios. Um banco rival, o Banque de Lyon et de La Loire, formado em abril de 1881 com um capital de 25 milhões de francos (elevado para 50 milhões em novembro) e com um quarto do seu capital teoricamente pago, também estava em uma bolha. Das 50 mil ações emitidas originalmente, mais da metade não pagou os valores devidos, e o banco ficou com menos da metade dos 6,5 milhões de francos do capital alegado no início.

A Union Générale também comprou seus próprios títulos no mercado aberto e, como veremos, emprestou dinheiro para

que outros os comprassem. BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 123, 164-165, 167.

[40] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 131.

[41] Ibid., p. 136 e 144 (para preços, veja as tabelas 7 e 8); p. 144 (para o déficit).

[42] Ibid., p. 136, 144 e 145 (tabelas 7 e 8).

[43] CARSWELL, John. Op. cit., p. 171.

[44] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 112, 113.

[45] Federal Reserve System. *Banking and Monetary Statistics.* Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 494.

[46] NOYES, Alexander D. *The Market Place:* Reminiscences of a Financial Editor. Boston: Little, Brown, 1937, p. 353.

[47] LINDERT, Peter H. Key Currencies and Gold, 1900-1913. In: *Princeton Studies in International Finance*, n. 24, ago. 1969.

[48] WILLIAMSON, Jeffrey G. *American Growth and the Balance of Payments, 1830-1913:* a Study of the Long Swing. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1964.

[49] HANSEN, Alvin H. Op. cit., 1957, Capítulos 13 e 15.

[50] PIGOU, A. C. *Industrial Fluctuations*. Londres: Macmillan, 1927, Parte 1, Capítulo 7, e p. 274.

[51] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1963. O Capítulo 10 do livro foi publicado separadamente com o título *The Great Contraction, 1929-1933*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1965.

[52] Essa avaliação foi feita por Thomas A. Mayer em um seminário sobre dinheiro e a Grande Depressão na Universidade da Califórnia em Berkeley, em 11 de maio de 1977.

[53] TEMIN, Peter . *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* Nova York: W.W. Norton, 1976.

[54] BERNANKE, Ben S. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. In: *American Economic Review*, vol. 73, n. 3, jun. 1983, p. 237-276.

[55] MISKIN, Frederic S. Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy. In: *American Economic Review*, vol. 66, set. 1976, p. 642-654.

[56] Consultar a crítica de Minsky a Temin, em *Challenge*, vol. 19, n. 1 (set/out 1976), p. 44-6; e FRIEDMAN, Milton. The Monetary Theory and Policy of Henry Simons. In: FRIEDMAN, M. Op. cit., 1969, p. 81-93.

[57] SIMONS, Henry. *Economic Policy for a Free Society*. Chicago: University of Chicago Press, 1948.

[58] FRIEDMAN, M. Op. cit., 1969, p. 83.

[59] Ver HAYEK, Friedrich A. Choice in Currency: a Way to Stop Inflation. In: *Occasional Paper* n. 48. Londres: Institute of Economic Affairs, 1982;VAUBEL, Roland. Free Currency Competition. In: *Weltwirtschaftliches* Archiv [Arquivo da economia mundial], vol. 113 (1977), p. 435-459; TIMBERLAKE, Richard H. Legislative Construction of the Monetary Control Act of 1980. In: *American Economic Review*, vol. 75, n. 2 , mai 1985, p. 97-102; YEAGER, Leland B. Deregulation and Monetary Reform. In: *American Economic Review*, vol. 75, n. 2, mai 1985, p. 103-107: WHITE, Lawrence H. *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate* . Nova York: Cambridge University Press, 1984; SELGIN, George. *The Theory of Free Banking*. Totowa, N. J.: Rowan and Littlefield, 1989. Para uma defesa dos bancos centrais, ver GOODHART, Charles. *The Evolution of Central Banks*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

[60] The Post-1990 Surge in World Currency Reserves. In: *Conjuncture*, ano 26, n. 9, out 1996, p. 2-12.

[61] BLANQUÉ, Pascal. US Credit Bubble.com. In: *Conjuncture*, ano 29, n. 4, abr. 1999, p. 12-21.

[62] KAMINSKY, Graciela L.; REINHART, Carmen W. The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. In: *American Economic Review,* jun. 1999, p. 433-500.

[63] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 300.

[64] HUGHES, J. R. T. Op. cit., p. 12.

[65] Ibid., p. 261.

[66] WOOD, Elmer. *English Theories of Central Banking Control, 1819-1858, with Some Account of Contemporary Procedures*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939, p. 147.

[67] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., p. 356-357.

[68] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 463.

[69] Ibid., p. 515-516.

[70] SPRAGUE, O. M. W. *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1968, p. 241.

[71] GIBBONS, James. Op. cit., p. 375.

[1] STEVAS, Norman St. John (org.). *The Collected Works of Walter Bagehot*. Londres: The Economist, 1978, p. 273.

[2] FRIEDMAN, Milton. In Defense of Destabilizing Speculation. In: FRIEDMAN, M. Op. cit., 1969, p. 288.

[3] JOHNSON, Harry G. The Case for Flexible Exchange Rates. In: *Federal Reserve Bank of St Louis, Review*, vol. 51, jun. 1969, p. 17.

[4] CARSWELL, John. Op. cit., p. 139.

[5] BROCK, W. R. *Lord Liverpool and Liberal Toryism, 1820-1827*. Cambridge: Cambridge University Press, 1941, p. 209.

[6] MATTHEWS, R. C. O. Op. cit., p. 162.

[7] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 618-620.

[8] Ibid., p. 713.

[9] D'ORMESSON, Wladimir. *La grande crise mondiale de 1857:* L'histoire recommence, les causes, les remedes. Paris Suresnes: Maurice d'Hartoy, 1933, p. 110ff.

[10] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 210.

[11] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 463.

[12] STERN, Fritz. Op. cit., p. 242.

[13] *The Economist*, 21 de abril de 1888, p. 500. Esta citação e a seguinte foram apontadas para o autor por C. Marston.

[14] Id., 5 de maio de 1888, p. 570-571.

[15] Empreendedor norte-americano do século XIX, escreveu livros sobre economia, negócios e problemas sociais. (N. de T.)

[16] GORDON, M. J. Toward a Theory of Financial Distress. In: *Journal of Finance*, vol. 26, mai. 1971, p. 348.

[17] CARSWELL, John. Op. cit., p. 170.

[18] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 257.

[19] ROSENBAUM, Edouard; SHERMAN, A. J. *M. M. Warburg & Co., 1758-1938:* Merchant Bankers of Hamburg. Nova York: Holmes & Meier, 1979, p. 129.

[20] O'BRIEN, D. P. (org.). *The Correspondence of Lord Overstone*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971, vol. 1, p. 368.

[21] CHEVALIER, Michel. Op. cit., vol. 1, p. 37.

[22] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 129, 133, 137.

[23] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 508.

[24] EVANS, D. Morier. Op. cit., 19696, p. 203.

[25] Testemunho de Louis Adolphe Thiers (Ministère des Finances) et al., *Enquete sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire.* Paris: Imprimerie imperiale, 1867, vol. 3, p. 436.

[26] SCHUKER, Stephen A. *The End of French Predominance in Europe, the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976, p. 87, 104.

[27] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 190.

[28] Ibid., p. 312.

[29] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 29, 130.

[30] GIBBONS, James S. Op. cit., p. 94.

[31] Ver JUGLAR, Clement. Op. cit., p. 427.

[32] KING, W. T. C. *History of the London Discount Market*. Londres: George Routledge & Sons, 1936, p. 232.

[33] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 127.

[34] Ibid., p. 33.

[35] Ibid., p. 36.

[36] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 133.

[37] Christina Stead pode estar se referindo a esse episódio no já citado romance *The House of All Nations*, quando um de seus personagens, Stewart, diz: "Meu primeiro emprego. Por Jove, nós nos divertimos. Uma vez eles tiveram uma posição curta na Union Pacific que excedia o suprimento flutuante. Eles foram arruinados? Não daquela vez. Eles entraram num acordo com eles [...] eles precisaram, caso contrário o resultado seria um pânico mundial".

[38] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 237-53.

[39] Ver KINDLEBERGER, C. P. Asset Inflation and Monetary Policy. In: *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, n. 192, mar. 1995, p. 17-35.

[40] CARSWELL, John. Op. cit., p. 136-137, 158.

[41] EVANS, D. Morier. Op. cit., p. 13.

[42] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 307.

[43] LAUCK, W. Jett. Op. cit., p. 59-60.

[44] MORGENSTERN, Oskar. Op. cit., p. 523.

[45] Parte do motivo pelo qual a Alemanha vendeu títulos russos era política, a mesma razão pela qual comprou títulos italianos. Os franceses compravam títulos russos e vendiam títulos italianos, mas a Alemanha flutuou um empréstimo mexicano de £ 10,5 milhões em 1888, então não se podia argumentar que o *boom* doméstico na Alemanha necessitava de capital que, em circunstâncias não políticas, teria ido para o exterior. Ver STERN, Fritz. Op. cit., p. 427, 433, 442. O professor Stern indicou que não há nada na correspondência de Bleichröder que trate da venda de títulos argentinos pela Alemanha.

[46] ÅKERMAN, Johan. *Structure et cycles économiques*. Paris: Presses universitaires de France, 1955-1957, vol. 2, p. 292.

[47] McCARTNEY, E. Ray. *Crisis of 1873*. Minneapolis: Burgess Publishing Co., 1935, p. 58, 71.

[48] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 110.

[49] VAN VLECK, George W. Op. cit., p. 68.

[50] FOXWELL, H. S. Introdução a ANDRÉADÈS, A. 1909, p. xvii.

[51] MORGAN, E. Victor. Op. cit., p. 109.

[52] WOOD, Elmer. Op. cit., p. 183.

[53] HAWTREY, R. G. Op. cit., 1930, p. 28.

[54] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 153.

[55] LEVI, Leone. *History of British Commerce*. Londres: John Murray, 1872, p. 233.

[56] SPERO, Joan Edelman. Op. cit., p. 66, 71, 85, 91.

[57] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 339.

[58] LAUCK, W. Jett. Op. cit., Capítulo 7.

[59] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 253.

[60] JOPLIN, Thomas. *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a Letter to Thomas Gisbourne, Esq. M.P.* [Argumento pela investigação parlamentar sobre as circunstâncias do pânico, em uma carta para Thomas Gisbourne]. Londres: F. Ridgeway & Sons, s.d. (depois de 1832), p. 14-155.

[61] BAXTER, Robert. *The Panic of 1866, with its Lessons on the Currency Act.* (1866; reimpressão). Nova York: Burt Franklin, 1969, p. 4, 26.

[62] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 101.

[63] Ibid., p. 100.

[64] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 118.

[65] VAN VLECK, George W. Op. cit., p. 74.

[66] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 121.

[67] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 113.

[68] HANSEN, Alvin H. *Cycles of Prosperity and Depression in the United States, Great Britain and Germany:* a Study of Monthly Data, 1902-1908. Madison: University of Wisconsin, 1921, p. 13.

[69] FOXWELL, H. S. The American Crisis of 1907. In: *Papers in Current Finance*. Londres: Macmillan, 1919, p. 202-203.

[1] GARBER, Peter M. Tulipmania. In: FLOOD, Robert P.; GARBER, Peter M. Op. cit., p. 72.

[2] POSTHUMUS, N. W. The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637. In: *Journal of Business and Economic History*, vol. 1 (1928-1929), reimpresso em SCOVILLE W. C.; LAFORCE, J. C. (orgs.). Op. cit., p. 169.

[3] SCHAMA, Simon. Op. cit., p. 358. A fonte de Schama é KRELAGE, Bluemenspekulation [Especulação sobre flores].

[4] ISRAEL, Jonathan I. *The Dutch Republic: Its Rise, Greatness and Fall, 1477-1806*. Oxford: Clarendon Press, 1995, p. 533. Jan de Vries e Ad van der Woude afirmam que, no verão de 1636, a especulação em derivativos de *commodities* se espalhou muito além do círculo de apreciadores de tulipas; sua chama foi alimentada por surtos severos da peste bubônica que diminuíram as inibições (DE VRIES, Jan; WOUDE, Ad van der. *The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy*, *1500-1815*. Cambridge: Cambridge University Press, 1997, p. 150-151).

[5] DEVRIES, Jan. *Barges and Capitalism:* Transportation in the Dutch Economy. Wageningen: A.G. Bidragen, 1978, p. 52s.

[6] ISRAEL, Jonathan I. Op. cit., p. 533.

[7] FLOOD, Robert D.; GARBER, Peter W. Op. cit., p. 71-72.

[8] ISRAEL, Jonathan I. Op. cit., Capítulo 33.

[9] ISRAEL, Jonathan I. Op. cit., p. 869.

[10] Citado em HOYT, Homer. Op. cit., p. 165. Isto sugere que a “teoria do maior tolo” – um especulador comprando um ativo que ele acredita ter preço excessivo porque acha que pode vendê-lo a um tolo maior, muito citada hoje, tem pelo menos um século.

[11] STERN, Fritz. Op. cit., p. 161.

[12] HOYT, Homer. Op. cit., p. 102. Um estímulo para o *boom* foi o grande incêndio de 6 de outubro de 1871, que destruiu pouco mais de um quarto das 60 mil casas da cidade.

[13] Ibid., p. 401.

[14] STROM, Stephanie. How to Ruin a Safe Bet: Did Rockefeller Center Financiers Reach Too Far? In: *New York Times*, 5 de outubro de 1995, p. D1, D11.

[15] Keizai Koho Center. *Japan 1994:* an International Comparison. Tóquio, 1993, Gráfico 11-3, “Increase in Land Prices in Japan”, p. 83.

[16] HAMADA, Koichi. Bubbles, Busts and Bailouts. In: OKABE, Mitsuaki (org.). *The Structure of the Japanese Economy*. Londres: Macmillan, 1995, p. 263-86.

[17] TAKEDA, Masahiko; TURNER, Philip. The Liberalization of Japanese Financial Markets: Some Major Themes. In: *BIS Economic Papers*, n. 34. Novembro de 1992, gráfico 8, p. 53.

[18] Ibid., p. 99-121.

[19] TAKEDA, Masahiko; TURNER, Philip. Op. cit., tabela A-1, p. 120-121.

[20] Ibid., p. 58-65. Hamada chama as revelações de “escândalos”, p. 9.

[21] KAHN, Herman. *The Emerging Japanese Superstate:* Challenge and Response. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice Hall, 1970.

[22] WUDUNN, Sheryl. Erosion in Japan’s Foundation: Real Estate Crash Threatens the Entire Economy. In: *New York Times*, 4 de outubro de 1995.

[23] ASHER, David; SMITHERS, Andrew. *Japan’s Key Challenges for the 21st Century*. SAIS (School for Advanced International Studies) Policy Forum Studies, abril de 1998.

[24] Keizai Koho Center, 1994. *Gráfico* s 5-0, p. 52, e 4-19, p. 44.

[25] Ver BORIO, C. E. B.; KENNEDY, N.; PROWSE, S. D. Exploring Aggregate Price Formation across Countries: Measurement, Determinants and Monetary-Policy Implications. In: *BIS Economic Papers*, 1994, n. 40, p. 46: “É amplamente aceito que o objetivo principal da política monetária deveria ser a estabilidade dos preços”.

[26] Ver ALCHIAN, Armen A.; KLEIN, Benjamin. On a Correct Measure of Inflation. In: *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, n. 1 (fevereiro de 1973), p. 172-191.

[1] Expressão do latim que significa “que o comprador tenha cuidado”. (N. do T.)

[2] Ver MILLER, Norman C. *The Great Salad Oil Swindle*. New York: Coward, McCann, 1965.

[3] Expressão francesa que significa “salve-se quem puder”. (N. de T.)

[4] WOLFE, Tom. *A fogueira das vaidades*. Rio de Janeiro: Rocco, 1998.

[5] STEWART, James. *Covil de ladrões*. Rio de Janeiro: Bertrand, 1994.

[6] Expressão latina. Em tradução livre, “toma lá dá cá”. (N. de T.)

[7] MINSKY, Hyman P. Financial Resources in a Fragile Financial Environment. In: *Challenge*, vol. 18, julho/agosto de 1975. p. 65.

[8] HELLWIG, Martin F. A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy. In: *Princeton University Econometric Research Program*, Research Memorandum n. 177, abril de 1975. p. 1.

[9] DEFOE, Daniel. *The Anatomy of Change-Alley*. Londres: E. Smith, 1719, p. 8. Veja também o livro de Jean Carper sobre fraude, *Not with a Gun*.

[10] KLAVAREN, Jacob van. Die historische Erscheinungen der Korruption [O aparecimento histórico da corrupção]. In: *Viertelsjahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 44 (dezembro de 1957), p. 289-324; vol. 45 (dezembro de 1958); p. 433-469, 469-504; vol. 46 (junho de 1959), p. 204-231. Ver também KLAVAREN. Fiskalismus – Mercantilismus – Korruption: Drei Aspecte der Finanzund Wirtschaftspolitik während der Ancien Regime [Fiscalismo, mercantilismo, corrupção: três aspectos da política financeira e econômica no Antigo Regime]. In: *Viertelsjahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 47 (setembro de 1960), p. 333-53.

[11] McCARTNEY, E. Ray. Op. cit., p. 15.

[12] CARSWELL, John. Op. cit., p. 13.

[13] NOVAK, Maximillian E. *Economics and the Fiction of Daniel Defoe*. Berkeley: University of California Press, 1962, p. 103.

[14] HAMMOND, Ray. *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*. Princeton: Princeton University Press, 1957, p. 268.

[15] CARSWELL. John. Op. cit., p. 222-224.

[16] SHEPHEARD, William G. *Wall Street editor of Business Week*. Citado no prefácio de DUNN, Donald H. Op. cit., p. x.

[17] FRIEDMAN, Milton. In Defense of Destabilizing Speculation. FRIEDMAN, Milton. Op. cit., 1969, p. 290.

[18] Citado em WINKLER, Max. *Foreign Bonds, an Autopsy:* a Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations. Filadéldia: Roland Swain, 1933. p. 103.

[19] Mais informações sobre o julgamento dos envolvidos na fraude da Galleon disponíveis em: <http://en.wikipedia.org/wiki/Galleon_Group>. Acesso em: 30 maio 2013.

[20] MORGAN, E. Victor. *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913*. Cambridge: Cambridge University Press, 1943, p. 177.

[21] BALZAC, Honoré de. *Melmoth reconcilie.* Geneva: Editions de Verbe, 1946. p. 45-50.

[22] DUNN, Donald H. Op. cit., p. 188.

[23] Introdução de Robert Tracey para TROLLOPE, Anthony. *The Way We Live Now. 1874-1875*; reimpressão, New York: Bobbs-Merrill, 1974, p. xxv.

[24] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 1. p. 229.

[25] WILSON, Charles. Op. cit., p. 170.

[26] VAN VLECK, George W. Op. cit., p. 65.

[27] HAMILTON, Earl J. The Political Economy of France at the Time of John Law. In: *History of Political Economy*, vol. 1, 1969, p. 146.

[28] VAN KLAVAREN, Jacob. Rue de Quincampoix und Exchange Alley: Die Spekulationsjähre 1719 und 1720 in Frankreich

und England [Rue de Quincampoix e a Exchange Alley: A especulação dos anos 1719 e 1720 na França e Inglaterra]. In: *Viertelsjahrschrift für Sozial und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 48, outubro de 1961, p. 329s.

[29] DUNN, Donald H. Op. cit.

[30] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 510.

[31] SCOTT, William Robert. *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint Stock Companies to 1720*. Cambridge: Cambridge University Press, 1911, vol. 3, p. 449s.; EVANS, D. Morier. *The Commercial Crisis, 1847-48*. (1849; reimpressão) 2. ed. rev. Nova York: Augustus M. Kelley, 1969, p. 33-344. Uma lista separada para a bolha dos Mares do Sul, preparada por um autor contemporâneo e menos detalhada, pode ser encontrada em WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 67-79.

[32] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., p. 133.

[33] CARSWELL, John. Op. cit., p. 142.

[34] SCOTT, William *Robert.* Op. cit., vol. 3, p. 450.

[35] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 103.

[36] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 480.

[37] TROLLOPE, Anthony. *The Three Clerks*. Nova York: Harper & Brothers, 1860. p. 346.

[38] CARSWELL, John. Op. cit., p. 177.

[39] STERN, Fritz. Op. cit., p. 358.

[40] Ibid., p. 396-397.

[41] US Senate, Committee on Finance, 72nd Cong., 1st sess., *Hearings on Sales of Foreign Bonds of Securities* [*Audiência sobre Vendas de Títulos Estrangeiros*, realizada de 18 de dezembro de 1931 a 10 de fevereiro de 1932]. Washington, DC: US Government Printing Office, 1932.

[42] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 341.

[43] "Ganhe dinheiro, mas ganhe mesmo/e que a virtude venha junto, se ela quiser" Citado em WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 80.

[44] BALZAC, Honoré de. La maison Nucingen. In: *Oeuvres completes*. Paris: Calmann Lévy, 1892, p. 68.

[45] CARSWELL, John. Op. cit., p. 176, 181.

[46] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 491.

[47] ZOLA, Emile. *L'Argent*. Paris: Livre de Poche, s.d., p. 125.

[48] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 491.

[49] ZOLA, Emile. Op. cit., s.d., p. 161.

[50] Um gênero no qual o autor usa personagens fictícios para fazer alusões a pessoas e acontecimentos reais. (N. de T.)

[51] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 36.

[52] *The Economist*, 21 de outubro de 1848, p. 1.186-1.888, citado em GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 316.

[53] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 101.

[54] STERN, Fritz. Op. cit., Capítulo 10 – Greed and Intrigue, e p. 364.

[55] NOVAK, Maximillian E. Op. cit., p. 14-15 e 160, nota 35.

[56] Ibid., p. 16, nota 50.

[57] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 632-3.

[58] Ibid., p. 503, nota 90.

[59] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 124.

[60] Ibid., p. 161, nota 50.

[61] STERN, Fritz. Op. cit., Capítulo 11.

[62] A *Trilogy of Desire*, de Theodore Dreiser, consiste de três novelas: *The Financier* (1912), *The Titan* (1914) e *The Stoic* (1947). Ver DREISER, Theodore. *The Titan*. Nova York: World, 1972, p. 371-372.

[63] Ibid., p. 515-40.

[64] WINANS, R. Foster. *Trading Secrets:* Seduction and Scandal at the Wall Street Journal. Nova York: St Martin's Press, 1986.

[65] LEWIN, Henry Grote. *The Railway Mania and its Aftermath, 1845-1852* (1936; reimpressão, rev.). Nova York: Augustus M. Kelley, 1968, p. 262, 357-364.

[66] Ver GATES, Paul W. *Illinois Central Railroad and Its Colonization Work* (1934; reimpressão). Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1968, p. 66, 75-76;WELLER, John L. *The New Haven Railroad:* the Rise and Fall. Nova York: Hastings House, 1969, p. 37 (nota);VAN VLECK, George W. Op. cit., 1953, p. 58.

[67] Ver THORP, Willard L. *Business Annals*. Nova York: National Bureau of Economic Research, 1926, p. 126.

[68] WASHBURN, Watson; DELONG, Edmund S. *High and Low Financiers:* Some Notorious Swindlers and their Abuses of our Modern Stock Selling System. Indianápolis: Bobbs-Merrill, 1932, p. 13.

[69] WASHBURN, Watson. Op. cit., p. 85, 101, 144, 309.

[70] WIGMORE, Barrie A. *The Crash and its Aftermath:* a History of Security Markets in the United States, 1929-1933. Westport, Conn.: Greenwood, 1985, p. 344-348.

[71] WIGMORE, Barrie A. Op. cit., p. 358-60.

[72] GIBBONS, James S. *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857*. Nova York: D. Appleton, 1859. p. 104.

[73] GIBBONS, James S. Op. cit., p. 277.

[74] GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash, 1929*. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin, 1972, p. 133-135.

[75] GOOD, David F. *The Economic Rise of the Hapsburg Empire, 1750-1914*. Berkeley: University of California Press, 1984, p. 165.

[76] EVANS, D. Morier. *Facts, Failures and Frauds* (1839; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1968, p. 235.

[77] Ver SHAPLEN, Robert. *Kreuger*: Genius and Swindler. Nova York: Knopf, 1960.

[78] CARSWELL, John. Op. cit., p. 225, 265-266.

[79] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 211, 219.

[80] BLOOM, Herbert I. *The Economic Activities of the Jews of Amsterdam in the Seventeenth and Nineteenth Centuries*. Williamsport, Pa.: Bayard Press, 1937, p. 199.

[81] CARSWELL, John. Op. cit., p. 210.

[82] DREISER, Theodore. Op. cit., p. 237.

[83] STEAD, Christina. Op. cit., p. 643.

[1] HOOVER, Herbert. *The Memoirs of Herbert Hoover*. Nova York: Macmillan, 1952, vol. 3, p. 61-622.

[2] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 359-360.

[3] Citado em LEVI, Leone. Op. cit., p. 234.

[4] SAUNDERS, S. citado em EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. 13.

[5] MATTHEWS, R. C. O. *A Study in Trade-Cycle History:* Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842. Cambridge: Cambridge University Press, 1954, p. 69.

[6] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 360.

[7] PEDERSEN, Jørgen. Some Notes on the Economic Policy of the United States during the Period 1919-1932. In: HEGELUND, Hugo (org.). *Money Growth and Methodology:* Papers in Honor of Johan Åkerman. Lund: Lund Social Science Studies, 1961, reimpresso em PEDERSEN, J. *Essays in Monetary Theory and Related Subjects*. Copenhagen: Samfundsvienskabeligt Forlag, 1975, p. 189.

[8] NAYLOR, R.T. *The History of Canadian Business, 1867-1914, vol. 1, The Banks and Finance Capital*. Toronto: James Lorimer & Co., 1975. p. 130.

[9] JUGLAR, Clemente. Op. cit., p. xiv, 17, 47, 149 e outras.

[10] MITCHELL, Wesley C. *Introduction to Willard L. Thorp, Business Annals* . Nova York: National Bureau of Economic Research, 1926. p. 88-97.

[11] MORGENSTERN, Oskar. Op. cit., Capítulo 1. seção 6; sobre os pânicos nos mercados de ações internacionais de 1893 a 1931; ver a Tabela 139, p. 546-547, e o Gráfico 72, p. 548.

[12] KINDLEBERGER, C. P. The International (and Interregional) Aspects of Financial Crises. In: FELDSTEIN, Martin, ed. *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: University of Chicago Press, 1991. p. 128-132.

[13] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 308.

[14] Ver BORIO, C. E. V., KENNEDY, N.; PROWSE, S. D. Exploring Aggregate Price Fluctuations across Countries: Measurement, Determinants, and Monetary Policy Implications. In: *BIS Economic Papers*, n. 40, abril de 1994, gráfico A.1, p. 74.

[15] KINDLEBERGER, C. P. The Economic Crisis of 1619 to 1623. In: *Journal of Economic History*, vol. 51, n. 1, março 1991, esp. p. 159-161.

[16] ÅKERMAN, Johan. Op. cit., vol. 2. p. 247, 255.

[17] CARSWELL, John. Op. cit., p. 84, 94, 100, 101.

[18] Ibid., p. 151, 160-161, 166. Sobre esse ponto há um pouco de dúvida. P. G. M. Dickson afirma que o Cantão de Berne ainda tinha £ 287 mil em anuidades da Mares do Sul em 1750 (*The Financial Revolution in England:* a Study in the Development of Public Credit, 1688-1756. Nova York: St Martin's Press, 1967. p. 90).

[19] WILSON, Charles. Op. cit., p. 103, 124.

[20] Ibid., p. 167.

[21] CARSWELL, John. Op. cit., p. 178, 199. Em *The Great Mirror of Folly* (p. 5, 6), Arthur H. Cole observa que a Holanda teve uma bolha completa entre abril e outubro de 1720, estimulada pelos entusiasmos em Paris e Londres. Quarenta novas companhias foram flutuadas em trinta cidades (a maioria, pequenas) no valor de 350 milhões de *guilders*. As ações da Companhia das Índias Orientais Holandesas triplicaram durante esse período, e as da Companhia das Índias Ocidentais foram de 40 para 600 antes que a bolha estourasse.

[22] ASHTON, T. S. *Economic Fluctuations in England, 1700-1800*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959, p. 120.

[23] CHALMERS, George. *The Comparative Strength of Great Britain* . Londres, 1782, p. 141, citado em ASHTON, T. S. Op. cit., p. 151.

[24] DE JONG-KEESING, E.E. *De Economische Crisis van 1763 te Amsterdam.* Amsterdã, 1939, p. 216-217.

[25] WILSON, Charles. Op. cit., p. 168.

[26] DE JONG-KEESING, E. E. Op. cit., p. 217.

[27] Segundo BAASCH, Ernest. Op. cit.

[28] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 87.

[29] SKALWEIT, Stephan. *Die Berliner Wirtschaftskrise von 1763 und ihre Hintergründe*. Stuttgart/Berlin: Verlag W. Kohlhammer, 1937, p. 50.

[30] WILSON, Charles. Op. cit., p. 168; CARTER, Alice Clare. *Getting, Spending and Investing in Early Modern Times:* Essays on Dutch, English and Huguenot Economic History. Assen: Van Gorcum, 1975, p. 63.

[31] SMART, William. Op. cit., p. 529-530.

[32] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 159.

[33] SMART, William. Op. cit., vol. 1, Capítulo 31.

[34] ROTHBARD, Murray N. *The Panic of 1819:* Reactions and Policies. Nova York: Columbia University Press, 1962, p. 11.

[35] HAMMOND, Bray. *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*. Princeton: Princeton University Press, 1957, cap. 10, esp. p. 253-262.

[36] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 464-479.

[37] ÅKERMAN, Johan. Op. cit., p. 294.

[38] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Central Banking and Foreign Trade: the Anglo-American Cycle in the 1830s. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J.-P., (org.). Op. cit., p. 66-110.

[39] HAWTREY, R. G. Op. cit., 1930, p. 177.

[40] LÉVY-LEBOYER, Maurice. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J.-P., (org.). Op. cit., 1964, p. 570-583.

[41] JUGLAR, Clement. Op. cit., p. 414.

[42] EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969.

[43] TILLY, Richard. *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815-1870*. Madison: University of Wisconsin Press, 1970, p. 112.

[44] KRÜGER, Alfred . *Das Kölner Bankiergewerbe vom Ende des 18. Jahrhunderts bis 1875.* Essen: G.D. Baedeker Verlag, 1925, p. 12-13, 35, 49, 55-56, 202-203. A referência foi uma cortesia do professor Richard Tilly.

[45] Isso é discutido em um estudo sueco sobre a crise de 1857: BERGFALK, P.E. *Bidrag till de under de sista hundrade aren inträffade handelskrisershistoria*. Uppsala: Edquist, 1859, citado em BURTON, Theodore E. Op. cit., p. 128-129.

[46] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 226.

[47] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 136.

[48] ÅKERMAN, Johan. Op. cit., p. 323.

[49] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 268. R. G. Hawtrey defende que a crise não foi isolada, mas a sequência da crise continental de 1864. Ver HAWTREY, R. G., Op. cit., 1930, p. 177.

[50] CLOUGH, Shepard B. *The Economic History of Modern Italy*. Nova York: Columbia University Press, 1964, p. 53.

[51] LANDES, David S. *Bankers and Pashas:* International Finance and Economic Imperialism in Egypt. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1958, p. 287.

[52] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 462-463.

[53] WIMMER, Larry T. *The Gold Crisis of 1869:* a Problem in Domestic Economic Policy and International Trade Theory. Tese de doutorado, University of Chicago, 1968; U. S. Congress House. *Gold Panic Investigation*, 41o Cong., 2a sess., H. Rept. 31, 1o de março de 1870.

[54] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 464.

[55] U. S. Congress House, 1870, p. 132.

[56] KINDLEBERGER, C. P. The Panic of 1873. Artigo apresentado no Simpósio da NYU-Salomon Brothers sobre pânicos

financeiros, reimpresso em: *Historical Economics: Art or Science?* New York: Harvester/Wheatsheaf, 1990. p. 310-325.

[57] LARSON, Henrietta M. Op. cit., 1936.

[58] HOYT, Homer. Op. cit., p. 101-102, 117.

[59] McCARTNEY, E. Ray. Op. cit., p. 85.

[60] MORGENSTERN, Oskar. Op. cit., p. 546.

[61] STERN, Fritz. Op. cit., p. 189.

[62] MORGENSTERN, Oskar. Op. cit., p. 548.

[63] PRESSNELL, L. S. The Sterling System and Financial Crises before 1914. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. (orgs.). Op. cit., p. 148-164.

[64] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 132.

[65] KINDLEBERGER, C. P. International Propagation of Financial Crises: the Experience of 1888-93. In: KINDLEBERGER, C. P. *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*. Londres: Allen & Unwin, 1985, p. 226-239.

[66] BONELLI, Franco. The 1907 Financial Crisis in Italy: a Peculiar Case of the Lender of Last Resort in Action. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. (org.). Op. cit., p. 51-65.

[67] BONELLI, Franco. *La crisi del 1907:* una tappa dello sviluppo industriale in Italia. Turim: Fondazione Luigi Einaudi, 1971. p. 31-32.

[68] Ibid. Op. cit., p. 34.

[69] BONELLI, Franco. Op. cit., p. 42-43.

[70] VANDERLIP, Frank. The Panic as a World Phenomenon. *Annals of the American Academy of Political and Social Science,* vol. 31, jan-jun 1908, p. 303.

[1] *Keiretsu*é um termo japonês que designa um modelo empresarial em que há uma coalizão de empresas unidas por certos interesses econômicos, correspondente ao antigo *Zaibatsu*, os conglomerados industriais e/ou financeiros ao Japão imperial. (N. de E.)

[2] O Plano Brady, lançado no final dos anos 1980, visou à reestrutura da dívida externa de alguns países. O plano foi batizado com o sobrenome do secretário do Tesouro norte-americano, Nicholas F. Brady. (N. de E.)

[1] GIDDY, Ian. Regulation of Off-Balance Sheet Banking. In: *The Search for Financial Stability:* the Past Fifty Years. São Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, 1985. p. 165-77.

[2] KANE, Edward J. Competitive Financial Reregulation: an International Perspective. In: PORTES, R. e SWOBODA, A. (orgs.). *Threats to International Financial Stability*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987, p. 111-145.

[3] ZUCKER, Stanley. *Ludwig Bamberger:* German Liberal Politician and Social Critic, 1823-1899. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1975, p. 78.

[4] JOPLIN, Thomas. Inquiry into the Circumstances of the Panic. In: *A letter to Thomas Gisborne*, Esq., M. P. Londres: James Ridgeway & Sons, n.d. [depois de 1832], p. 10 (a respeito do pânico de 1825).

[5] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 236 (a respeito do pânico de 1847).

[6] MORGAN, E. Victor. Op. cit., p. 133.

[7] O episódio foi observado em ANDRÉADÈS, Johan. Op. cit., p. 334. Para uma discussão mais completa, ver DORNBUSCH, Rudiger; FRENKEL, Jacob. The Gold Standard and the Bank of England in the Crisis of 1847. In: BORDO, Michael; SCHWARTZ, Anna J. (orgs.). *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931.* Chicago: University of Chicago Press, 1984, p. 233-264.

[8] Ministère des Finances et al. *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciare.* Paris: Imprimerie impériale, 1867, vol. 1, p. 456.

[9] The Revulsion of 1857 – Its Causes and Results. *New York Herald*, n.d., citado em EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. 121.

[10] HOOVER, Herbert. Op. cit., vol. 3, p. 30.

[11] ROTHBARD, Murray N. *America's Great Depression*, 3. ed. Kansas City: Sheed & Ward, 1975, p. 187.

[12] JOHNSON, Paul. *Modern Times:* the World from the Twenties to the Eighties. Nova York: Harper & Row, 1983, p. 244.

[13] BAASCH, Ernest. Op. cit., p. 238.

[14] JOPLIN, Thomas. Op. cit., n.d., p. 14-15.

[15] Great Britain. Op. cit., 1969, vol. 1, p. 427, 431.

[16] EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. 89, nota.

[17] Ibid., p. 181.

[18] Great Britain. Op. cit., 1969, vol. 1, p. xii.

[19] Great Britain. *Parliamentary Papers, Commercial Distress*, vol. 4, appendix 20; Foreign Communications Relative to the Commercial Crisis of 1857, Hamburg consular circular n. 76, 23 de novembro de 1857, p. 435, 440, 441.

[20] LARSON, Henrietta M. Op. cit., p. 80.

[21] KING, W. T. C. Op. cit., p. 243.

[22] DREISER, Theodore. The Financier (1912). In: *Trilogy of Desire*. Nova York: World Publishing, 1972, p. 491.

[23] LAUCK, W. Jett. Op. cit., p. 102.

[24] The Commercial and Financial Chronicle, 16 maio de 1884, p. 589, citado em SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., 1968, p. 112.

[25] BROCK, W. R. *Lord Liverpool and Liberal Toryism, 1820-1827*. Cambridge: Cambridge University Press, 1941, p. 209-210 (citado por CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 108).

[26] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, 1945, p. 332.

[27] SKALWEIT, Stephan. Op. cit., p. 49-73.

[28] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 272.

[29] WIMMER, Larry T. Op. cit., 1968, p. 79.

[30] MACLEOD, Henry Dunning. *Theory and Practice of Banking*. Longman: Nova York, 1906.

[31] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., 1879, p. 428.

[32] CARSWELL, John. Op. cit., 1960, p. 184.

[33] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., 1879, p. 151.

[34] NOYES, Alexander D. Op. cit., p. 333.

[35] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 259.

[36] Ibid., p. 259.

[37] Ibid., p. 181.

[38] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 521.

[39] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 480, texto e nota 5.

[40] VAN VLECK, George W. Op. cit., p. 80.

[41] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 120, 182-183.

[42] Ibid., p. 75, 291-292.

[43] SCHIFF, Jacob H. Relation of a Central Bank to the Elasticity of the Currency. *Annals of the American Academy of Political and Social Science,* vol. 31 (jan-jun 1908), p. 375. Para um relato mais contemporâneo, ver STROUSE, Jean. The Brilliant Bailout. *New Yorker* (23 Nov 1998), Nova York, 1998, p. 62-77.

[44] HERRICK, Myron T. The Panic of 1907 and Some of Its Lessons. In: *Annals of the American Academy of Political and Social Science,* vol. 31 (jan-jun 1908), p. 309.

[45] GALBRAITH, John Kenneth. Op. cit., p. 107-108.

[46] Para uma discussão sobre o comitê de resgate (Auf hilfsfonds) em Viena, ver MÄRZ, Eduard. *Österreich Industrieund Bankpolitik in der Zeit Franz Josephs I:* Am Beispiel der k.k. priv. Österreichischen Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe. Viena: Europa Verlag, 1968, p. 177-182. März observa (p. 179) que o melhor relato da crise se encontra em NEUWIRTH, Josef. *Bank und Valuta in Öesterreich-Ungarn 1862-1873*, vol. 2. Die Spekulationskrisis von 1873. Leipzi: Duncker & Humblot, 1874.

[47] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 470-471.

[48] GILLE, Bertrand. *La banque en France au XIXe siècle:* Recherches historiques. Genebra: Librairie Droz, 1970, p. 93.

[49] Great Britain, 1969, vol. 4, apêndice, despachos consulares de Hamburgo, n. 75. p. 434.

[50] Ibid., p. 435.

[51] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 129.

[52] Great Britain, 1969, vol. 4, apêndice, despachos consulares de Hamburgo, ns. 77, 80, 81, 82, 84, 86, p. 435-437.

[53] SCHÄFFLE, Albert E. Fr. Die Handelskrise von 1857 in Hamburg, mit besonderer Rücksicht auf das Bankwesen. In: SCHÄFFLE, Albert E. Op. cit., vol. 2. p. 44, 45, 52, 53.

[54] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., 1945, p. 156.

[55] Great Britain, 1969, vol. 2, p. 331. Para relatos mais detalhados sobre a crise e o resgate da Baring, ver PRESSNELL, L. S. Gold Reserves, Banking Reserves and the Baring Crisis of 1890. In: WHITTLESEY, C.R.; WILSON, J. S. G. (orgs.) *Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers*. Oxford: Clarendon Press, 1968, p. 67-228; e PRESSNELL, L. S. The Sterling System and Financial Crises before 1914. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. (orgs.). Op. cit., p. 148-164.

[56] Diário de John Biddulph Martin. In: CHANDLER, George. *Four Centuries of Banking.* Londres: B. J. Batsford, 1964, vol. 1, p. 330.

[57] POWELL, Ellis T. *The Evolution of the Money Market (1384-1915):* an Historical and Analytical Study of the Rise and Development of Finance as a Central Coordinated Force (1915: reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1966, p. 528.

[58] POWELL, Ellis T. Op. cit., p. 525.

[59] MORGENSON, Gretchen. The Markets; Seeing a Fund as Too Big to Fail, New York Fed Assists Its Bailout. *New York*

Times, 24 set. 1998, p. A1, C11. Disponível em: <http://www.nytimes.com/1998/09/24/business/the-marketsseeing-a-fund-as-too-big-to-fail-new-york-fed-assists-its-bailout.html>. Acesso em: 5 jun. 2013.

[60] Existem alguns puristas ou masoquistas que acham que as corridas dos depositantes para os bancos, além de serem a melhor resposta possível, são boas para o sistema, com o pânico como forma de monitoramento. "Se os depositantes acreditarem que existem bancos com desempenho inferior ao necessário, mas não conseguem decidir quais podem se tornar insolventes, eles podem forçar todos os indesejáveis por meio de um pânico sistêmico." CALOMORIS, Charles W.; GORTON, Gary. The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation. In: HUBBARD, R. Glenn (org.). *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, 1991, p. 120-121.

[61] HOOVER, Herbert. Op. cit., p. 211-212.

[62] NASH, Nathaniel C. Bank Board Doubles Texas Cost Estimate. In: *New York Times*, 8 Julho 1988, sec. D.

[63] Id. Treasury Says Savings Aid Should Not Tax the Taxpayer. In: *New York Times*, 3 ago. 1988. sec. D.

[64] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 100.

[65] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., p. 187-189; CLAPHAM, *Sir* John. *The Bank of England:* a History, vol. 1, 1945, p. 263-265.

[66] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W.W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 34.

[67] SMART, William. Op. cit., vol. 1, p. 267-268.

[68] Ibid., p. 271.

[69] WIRTH, Max. Op. cit., 1968, p. 110-111.

[1] MOLLIEN, François Nicholas. *Mémoires d'un Ministre du Trésor Public, 1780-1815*. Paris: Fournier, 1845, vol. 2, p. 298ff.

[2] Ministère des Finances et al, 1867, vol. 2, p. 31-32.

[3] ROTHBARD, Murray N. Op. cit., 1975, p. 167.

[4] SPENCER, Herbert. State Tampering with Money and Banks. In: *Essays*: Scientific, Political and Speculative. Londres: Williams & Norgate, 1891, vol. 3, p. 354, citado por LIPSON, Charles. *Standing Guard*: *Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*. Berkeley: University of California Press, 1985, p. 45.

[5] ASHTON, T. S. Op. cit., p. 112.

[6] Ibid., p. 111.

[7] MORGAN, E. Victor. Op. cit., p. 240.

[8] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 490.

[9] Veja a introdução de F. A. Hayek para THORNTON, Henry. *An Enquiry into the Nature and Effect of the Paper Credit of Great Britain.* Londres: Frank Cass, 1962, p. 38.

[10] THORNTON, Henry. Op. cit., 1962, p. 187-188.

[11] STEVAS, Norman St. John. Op. cit., vol. 11, p. 149.

[12] Ibid., vol. 9, p. 267.

[13] JOPLIN, Thomas. Op. cit., n.d. (depois de 1832), p. 29.

[14] VINER, Jacob. Op. cit., p. 233.

[15] O'BRIEN, D. P. Overstone's Thought. In: D. P. O'Brien (org.). Op. cit., 1971, vol. 1, p. 95.

[16] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 418-419. A metáfora de uma avalanche também é usada por Alfred Marshall ao declarar que a pronta ação por parte do Banco da Inglaterra em relação à taxa de desconto muitas vezes impede expansões de crédito despropositadas, "que de outra forma cresceriam, *como a queda da neve na encosta íngreme de uma montanha* e se tornariam uma avalanche (destaque de Marshall). Ver MARSHALL, Alfred. Op. cit., p. 258-259.

[17] BAGEHOT, Walter. Op. cit., p. 160.

[18] WOOD, Elmer. Op. cit., p. 147.

[19] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 289.

[20] BAGEHOT, Walter. Op. cit., p. 161-162.

[21] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 108.

[22] MARSHALL, Alfred. Op. cit., p. 307. No capítulo de conclusão sobre a República Holandesa, Jan de Vries e Ad van der Woude observam que o setor bancário internacional holandês tinha todas as características essenciais, exceto uma: instituições criadoras de crédito eficazes para manter a liquidez em momentos de crise (DE VRIES, Jan; WOUDE, Ad van der. Op. cit., 1997, p. 683).

[23] GILLE, Bertrand. *La banque en France au XIXe siècle*: *Recherches historiques*. Genebra: Librairie Droz, 1970, p. 32.

[24] GILLE, Bertrand. Op. cit., 1959, p. 367.

[25] CHEVALIER, Michel. Op. cit., p. 37, n. 1.

[26] Ministère des Finances et al., 1867, vol. 3, p. 411-2.

[27] Ibid., vol. 2, p. 129-130.

[28] BOUVIER, Jean. *Un siècle de banque française*. Paris: Hachette Littérature, 1973, p. 83-84.

[29] CAMERON, Rondo. *France and the Economic Development of Europe, 1800-1914*. Princeton: Princeton University Press, 1961, p. 191s.

[30] LÉVY-LEBOYER, Maurice. *Histoire*économique *et sociale de la France depuis 1848*. Paris: Les Cours de Droit,

Institut d'Etudes Politiques, 1951-52, p. 121.

[31] CAMERON, Rondo. Op. cit., p. 117.

[32] POSE, Alfred. Op. cit., p. 215.

[33] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, p. 150, 152-153.

[34] TAUS, Esther Rogoff. *Central Banking Functions of the United States Treasury, 1789-1941* . Nova York: Columbia University Press, 1943, p. 22, 23, 29.

[35] TAUS, Esther Rogoff. Op. cit., p. 39-131.

[36] GOODHART, C. A. E. *The New York Money Market and the Finance of Trade, 1900-1913* . Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1969, p. 120.

[37] VAN VLECK, George W. Op. cit., p. 106.

[38] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 15.

[39] Ibid., p. 95.

[40] Ibid., p. 147.

[41] Ibid., p. 153.

[42] Ibid., p. 230.

[43] Ibid., p. 236-237.

[44] Ibid., p. 239.

[45] Ibid., p. 255.

[46] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 273-274.

[47] HERRICK, Myron T. The Panic of 1907 and Some of Its Lessons. In: *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 31 (jan-jun 1908), p. 324.

[48] O artigo de Ridgely em *Annals* foi mais especificamente intitulado *An Elastic Credit Currency as a Preventive for Panics*, mas os artigos dos demais autores, exceto Seligman, não se qualificaram na sua defesa da elasticidade monetária do banco central.

[49] Observe a caracterização de Bagehot do caráter dos membros da corte do Banco da Inglaterra na época: "Um conselho de mercadores ingleses simples, prudentes e prósperos. Eles fizeram e deixaram de fazer o que se esperaria que um conselho assim fizesse e não fizesse. Ninguém poderia esperar que esse conselho realizasse grandes coisas na ciência econômica. O estudo rigoroso é em grande parte estranho aos hábitos dos mercadores ingleses" (BAGEHOT, Walter. Op. cit., p. 166). Posteriormente, ele foi mais crítico: "Diretores [...] sem sorte do Banco da Inglaterra não estavam nem familiarizados com os princípios corretos, nem estavam protegidos por uma rotina judiciosa. Não se poderia esperar que eles próprios descobrissem tais princípios. O pensamento abstrato sobre o mundo nunca é esperado das pessoas em altas posições [...]. Sem dúvida, quando as fortunas dos próprios homens estão em risco, o *insight* do mercador de algum modo antecipa as conclusões do gabinete" (p. 169).

[50] WOOD, Elmer. Op. cit., p. 169-170.

[51] BONELLI, Franco. Op. cit., todo o livro e, especialmente, p. 165.

[52] LEVI, Leone. Op. cit., p. 311-312.

[53] GREAT Britain, Op. cit., 1969, vol. 3, p. xxix.

[54] STEVAS, Norman St. John (org.). Op. cit., vol. 9, p. 147.

[55] Ibid., vol. 9, vol. 11, p. 149-150.

[56] KINDLEBERGER, C. P. Rules vs. Men: Lessons from a Century of Monetary Policy. In: BUCHHEIM, Christoph; HUTTER, Michael; JAMES, Harold (orgs.). *Zerrissene Zwischenkriegsheit*: Wirtschaftshistorische Beiträge: Knut Borchardt zum 65. Geburstag, reimpresso em KINDLEBERGER, C. P. *The World Economy and National Finance in Historical Perspective*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995, p. 181-200.

[57] BOUVIER, Jean. Op. cit., 1960, Capítulo 5.

[58] WILSON, Charles. Op. cit., p. 176-177.

[59] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 309; e especialmente. p. 309-310 (nota); TEMIN, Peter. Op. cit., 1976.

[60] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 1, p. 261; vol. 2, p. 58.

[61] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 59-60.

[62] Ibid., vol. 1, p. 249.

[63] Ibid., vol. 2, p. 82-4.

[64] Ibid., p. 145.

[65] PLESSIS, Alain. *La Politique de la Banque de France de 1851 à 1870*. Genebra: Droz, 1985, p. 89, 99, 107. O Banco também realizava empréstimos garantidos por obrigações de Paris, mas não obrigações de Marseilles or Bordeaux; PLESSIS, Alain. *La Politique de la Banque de France de 1851 à 1870*. Genebra: Droz, 1985, p. 105-106.

[66] BAGEHOT, Walter. Op. cit., p. 195.

[67] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 59.

[68] KING, John. Op. cit., p. 36.

[69] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 206-207.

[70] Ibid., vol. 1, p. 261.

[71] EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. 80.

[72] LÉVY-LEBOYER, Maurice. Op. cit., 1964, p. 559.

[73] Ibid., p. 647.

[74] Ibid., p. 492.

[75] EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. i-ii, vi-xviii.

[76] ANDRÉADÈS, A. Op. cit., p. 266.

[77] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 157. Mais tarde ele se referiu a isso como "o muito postergado caso dos bancos W" (CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 337).

[78] MATTHEWS, R. C. Op. cit., p. 173.

[79] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 1, p. 245.

[80] FOXWELL, H. S., prefácio para ANDRÉADÈS, A. Op. cit., p. xvii.

[81] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 1, p. 256.

[82] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 339, 363-367.

[83] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 395.

[84] Ibid., p. 339.

[85] FRIEDMAN, Milton. Rediscounting. In: *A Program for Monetary Stability*. Nova York: Fordham University Press, 1960, p. 35-36.

[86] JOHNSON, Paul. Op. cit., p. 244.

[87] FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., p. 334-5.

[88] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 102.

[89] EVANS, D. Morier. Op. cit., 1969, p. 207.

[90] TAUS, Esther Rogoff. Op. cit., p. 55, 70.

[91] SPRAGUE, O. M. W. Op. cit., p. 256.

[1] FERGUSON, Niall. *The House of Rothschild:* Money's Prophets, 1798-1847. Nova York: Viking, 1998, Capítulo 16. A Tabela 16a na p. 461 mostra o curso dos preços das obrigações em Viena, Paris, Roma e Londres. Ferguson afirma que "a casa de Londres não era o emprestador de última instância, afinal", mas Alphonse, o neto de Nathan, foi enviado para Nova York para desviar a preocupação de Belmont com a reparação do México para a Europa, p. 466-470.

[2] CHERNOW, Ron. *The Warburgs*: the Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family. Nova York: Random House, 1993, p. 328.

[3] RICHARDS, R. D. The First Fifty Years of the Bank of England, 1694-1744. In: VAN DILLEN, J. G. Op. cit., p. 234.

[4] BARBOUR, Violet. *Capitalism and Amsterdam in the 17th Century* (1950; reimpressão). Ann Arbor: University of Michigan Press, 1966, p. 125.

[5] WILSON, Charles. Op. cit., p. 168-169.

[6] Ibid., p. 176.

[7] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 1, p. 249.

[8] PLESSIS, Alain. *La Politique de la Banque de France de 1850 à 1870*. Genebra: Droz, 1985, cap. 4, especialmente p. 241-5.

[9] WICKSELL, Knut. *Lectures on Political Economy*. Nova York: Macmillan, 1935, vol. 2, p. 37-38.

[10] VINER, Jacob. Op. ci., p. 273; CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 169.

[11] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., p. 164-165.

[12] JUGLAR, Clement. Op. cit., p. 417.

[13] MORGAN, E. Victor. Op. cit., p. 148.

[14] GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W. W.; SCHWARTZ, Anna J. Op. cit., vol. 1, p. 333.

[15] Great Britain. Op. cit., vol. 1, 1969, p. 153, questão 2018.

[16] VINER, Jacob. Op. cit., p. 273.

[17] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 170.

[18] GILLE, Bertrand. Op. cit., 1959, p. 377.

[19] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 229.

[20] BÖHME, Helmut. *Frankfurt und Hamburg:* Des Deutsches Reiches Silber und Goldloch und die Allerenglishte Stadt des Kontinents. Frankfurt-am-Main: Europaïsche Verlagsanstalt, 1968, p. 255-268.

[21] BÖHME, Helmut. Op. cit., p. 267-274.

[22] Great Britain. Op. cit., 1969, vol. 4, apêndice 20, despacho consular no. 7, 27 jan 1858, p. 441.

[23] Ibid., despacho n. 393 de Berlim, 29 dez. 1857, p. 450-451.

[24] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 234.

[25] MORGAN, E. Victor. Op. cit., p. 176.

[26] CLAPHAM, *Sir* John. Op. cit., vol. 2, p. 291-294.

[27] Ibid., p. 329-30, 344.

[28] Citação de WITHERS, Hartley. The Meaning of Money (1909). In: SAYERS, R. S. *Bank of England Operations 1890-1914*. Londres: P.S. King, 1936, p. 111.

[29] BILLORET, J.-L. *Système bancaire et dynamique économique dans un pays à monnaie stable:* France, 1896-1914. Tese, Faculdade de direito e Ciências Econômicas de Nancy, 1969. Citado em BOUVIER, Jean. Op. cit., 1973, p. 240.

[30] ROSENBERG, Hans. Op. cit., p. 38.

[31] VAN VLECK, George W. Op. cit., p. 42.

[32] BILLORET, citado em BOUVIER, Jean. Op. cit., 1973, p. 238.

[33] BAGEHOT, Walter. Op. cit., p. 32-34.

[34] SPRAGUE, O. M. W. *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpressão, New York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 248-85.

[35] BONELLI, Franco. *La crisi del 1907:* una tappa dello sviluppo industriale in Italia. Turin: Fondazione Luigi Einaudi, 1971, p. 42.

[36] MORGENSTERN, Oskar. Op. cit., p. 128-137.

[37] Ver LEAGUE OF NATIONS. *The Course and Control of Inflation after World War I*. Princeton: League of Nations, 1945.

[38] ERDMAN, Paul E. *A crise de 79*. São Paulo: Nova Fronteira, 1984.

[39] SCHUKER, Stephen A. *The End of French Predominance in Europe, the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976, p. 67.

[40] JEANNENEY, J. N. De la Spéculation financière comme arme diplomatique: A propos de la première bataille de franc (november 1923–mars 1924). In: *Relations internationales*, n. 13, 1978, p. 9-15. Esse autor está convencido de que o governo alemão organizou o ataque ao franco, já Schuker é cético (SCHUKER, Stephen A. Op. cit., p. 56).

DEBEIR, Jean-Claude. La crise du franc de 1924: Une exemple de la spéculation "internationale". In: *Relations Internationales*, n. 13, 1978, p. 35, é um autor que atribui culpa considerável pelo financiamento dos ataques a bancos norte-americanos, mas afirma que os franceses fizeram a maior parte da especulação.

[41] SCHUKER, Stephen A. Op. cit., 1976, Capítulo 4.

[42] Ibid., cap. 4, p. 111.

[43] KINDLEBERGER, C. P. Op. cit., 1986, especialmente os Capítulos 7 e 14.

[44] HAWTREY, R. G. Op. cit., 1932, p. 220-224; todos os destaques são do original. Hawtrey, até certo ponto, previu algumas coisas. Como o FMI leva tempo para tomar decisões de crédito como emprestador de última instância, e o Banco de Compensações Internacionais pode agir com rapidez, este atuou em diversas crises financeiras recentes ao fornecer "empréstimos-ponte", ou seja, de curto prazo (com valores limitados) para países com necessidades imediatas. Esses empréstimos seriam então pagos com fundos de créditos do FMI. Ver JAMES, Harold. *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1995; Nova York e Oxford: Oxford University Press, 1996, p. 361-362, 389, 557, 562, 592.

[45] HAWTREY, R. G. Op. cit., 1932, p. 229-232; os destaques são do original.

[46] HOWSON, Susan; WINCH, Donald. *The Economic Advisory Council, 1930-1939:* a Study in Economic Advice during Depression and Recovery. Cambridge: Cambridge University Press, 1977, p. 188-189. Os nomes dos participantes dos diversos comitês são dados em HOWSON, Susan; WINCH, Donald. Op. cit., Apêndice 1, p. 354-370.

[47] Ibid., p. 272-281.

[48] Essa discussão se baseia principalmente em BORN, Karl Erich. *Die deutsche Bankenkrise, 1931*: Finanzen und Politik. Munique: R. Piper & Co. Verlag, 1967.

[49] Karl Erich. Op. cit., p. 86.

[50] BORN, Karl Erich. Op. cit., p. 83.

[51] NORMAN para HARRISON, telegrama, 3 Jul 1931. In: *Federal Reserve Bank of New York files.*

[52] CLARKE, Stephen V. O. *Central Bank Cooperation, 1924-2931*. Nova York: Federal Reserve Bank of New York, 1967, p. 44. Isso ocorreu depois de discussão dos dois lados, com os britânicos e norte-americanos dizendo não (KINDLEBERGER, C. P. Op. cit., 1986, p. 153). Os alemães estavam debatendo um plano de Wilhelm Lautenbach do ministério da economia, que solicitava a suspensão do pagamento da dívida externa e o aumento dos gastos (CLARKE, Stephen V. O. Op. cit., n. 5, p. 171). O plano de Lautenbach veio à tona novamente depois que a libra britânica abandonou o ouro em setembro de 1931. Ver BORCHARDT, Knut; SCHÖLTZ, Hans Otto (orgs.). *Wirtschaftspolitik in der Krise*. Baden-Baden: Nomos, 1931 (1991). Esta é uma transcrição do debate no Reichsbank entre oficiais e economistas alemães.

[53] CLARKE, Stephen V. O. Op. cit., p. 121, 148.

[54] HOWSON, Susan; WINCH, Donald. Op. cit., p. 88-89.

[55] HOWSON, Susan; WINCH, Donald. Op. cit., p. 162.

[56] KINDLEBERGER, C. P. Op. cit., 1986, p. 168, 184.

[57] MOGGRIDGE, D. E. Policy in the Crises of 1920 and 1929. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J.-P. (orgs.). Op. cit., p. 171-187.

[58] SCHUKER, Stephen A. American 'Reparations' to Germany, 1919-1933: Implications for the Third-World Debt Crisis. In: *Princeton Studies in International Finance n. 61*. Princeton: International Finance Section, Princeton University Press, 1988.

[59] COOPER, Richard N. *Economic Interdependence and Foreign Policy in the Seventies*. World Politics, vol. 24 (jan 1972), p. 167.

[60] Ver BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS [Banco de Compensações Internacionais]. *Annual Report*. n. 63, até 31 mar. 1993, p. 196; e n. 64 até 31 mar. 1994. O volume mundial de negócios aumentou de US$ 10 bilhões para 20 bilhões por dia em 1973 e chegou a 80 bilhões em 1983, antes de disparar para mais de 1 trilhão por dia em 1995: *The Economist,* vol. 337, n. 7.936 (14 out. 1995), p. 10. Para os mercados emergentes, ver BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS [Banco de Compensações Internacionais], *Annual Report,* n. 68, até 31 mar. 1998, p. 11, e o gráfico na p. 115.

[61] COOMBS, Charles A. *The Arena of International Finance*. Nova York: Wiley, 1976, p. 77, 79, 81, 83, 195, 202, 292.

[62] Ibid., p. 37.

[63] Ibid., p. 81, 85, 111, 121, 127, 134, 181, 185.

[64] STRANGE, Susan. International Monetary Relations. In: SCHONFIELD, Andrew (org.). *International Economic Relations of the Western World, 1959-71*. Oxford: Oxford University Press, para o Royal Institute of International Affairs, 1976, vol. 2, p. 136.

[65] DEBEIR. Jean-Claude. La crise du franc du 1924, In: *Relations Internationales*, n. 13, 1978.

[66] BURK, Kathleen; CAIRNCROSS, Alec. *Goodbye Great Britain:* the 1976 IMF Crisis. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1992.

[67] Ver o artigo de Ernesto Zedillo sobre o México, In: LESSARD, Donald R.; WILLIAMSON, John (orgs.). *Capital Flight and Third World Debt*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1987, p. 174-185. A própria crise é discutida em detalhes no *The New York Times,* nas edições de 21 a 29 de dezembro de 1994.

[68] President Clinton Sidesteps Congress Using Emergency Authority. *New York Times*, 1 fev. 1995, p. A1.

[69] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Op. cit., 1998, p. 134.

[70] Ibid., p. 134.

[71] GODLEY, Wynne. *Seven Unsustainable Processes.* Relatório especial para o Levy Institute. Annandale-on-Hudson, Nova York, 1999.

[72] KINDLEBERGER, C. P. *World Economic Primacy, 1500-1990*. New York: Oxford University Press, 1996, caps. 10, 12.

[73] KEOHANE, Robert O. *After Hegemony:* Cooperation and Discord in the World Political Economy. Princeton: Princeton University Press, 1984.

Apêndice

UM RESUMO SIMPLIFICADO DAS CRISES FINANCEIRAS DE 1618 A 2008

ANO	**1618–1623**	**1636–1637**	**1690–1696**
Países (cidade)	Sacro Império Romano	República Unida dos Países Baixos	Inglaterra
Relacionada à (ao)	Guerra dos Trinta Anos	*Boom* na guerra contra a Espanha	Revolução Gloriosa em 1688; guerra com a França em 1689-1697
Especulação anterior em	Moedas subsidiárias, troca de moedas ruins por boas	Ações da Companhia Holandesa das Índias Orientais, imóveis, bulbos de tulipas exóticas, bulbos de tulipas comuns, canais	Companhia da Índia Oriental, novas companhias, loterias
Expansão monetária do (a)	Redução do valor das moedas por peso, espessura, denominação	Nenhuma (?), adiantamentos em espécie	Redução do valor das moedas, estabelecimento do Banco da Inglaterra em 1694
Pico especulativo	Fevereiro 1622	Fevereiro 1637	1695
Crise (quebra, pânico)	Fevereiro 1622	Fevereiro 1637	1696
Emprestador de última instância	Nenhum	Nenhum	Nenhum

ANO	1720		1763	1772	
Países (cidade)	Inglaterra	França	Amsterdã	Bretanha	Amsterdã
Relacionada à (ao)	Tratado de Utrecht, 1713	Morte de Luís XIV, 1715	Fim da Guerra dos Sete Anos	Guerra dos Sete Anos (dez anos depois)	
Especulação anterior em	Ações da Companhia dos Mares do Sul; dívida do governo	Companhia do Mississipi, Banque Générale, Banque Royale	*Commodities*, especialmente açúcar (?)	Residências, pedágios, canais	Companhia das Índias Orientais
Expansão monetária do (a)	Sword Blade Bank	Bancos John Law	Wisselruitij (cadeia de cartas de acomodação)	Ayr Bank; bancos rurais	Wisselruitij; Banco de Amsterdã
Pico especulativo	Abr. 1720	Dez. 1719	Jan. 1763		Jun. 1772
Crise (quebra, pânico)	Set. 1720	Maio 1720	Set. 1763		Jan. 1773
Emprestador de última instância	Banco da Inglaterra (??)	Nenhum	Banco da Inglaterra	Banco da Inglaterra	Cidade de Amsterdã

ANO	1792	1793	1797	1799	1810	1815–1816
Países (cidade)	Estados Unidos	Inglaterra	Inglaterra	Hamburgo	Inglaterra	Inglaterra
Relacionada à (ao)	Adoção da constituição, 1789	Reino do Terror (França)	Colapso dos *assignats*; empréstimos franceses, Fishguard	Rompimento do bloqueio continental	Campanha da Península de Wellington	Fim das Guerras Napoleônicas
Especulação anterior em	Recuperação de títulos dos Estados Unidos	Mania dos canais	Títulos, canais	*Commodities*	Exportações para o Brasil (e Escandinávia)	Exportação de *commodities*, Continente e Estados Unidos
Expansão monetária do (a)	Títulos públicos aceitos pelo Tesouro, com paridade em relação às ações do Banco dos Estados Unidos	Fluxos de capital da França	Bancos rurais	Wechselreiterei	Bancos rurais	Bancos
Pico especulativo	Jan. 1792	Nov. 1792	1796	1799	1809	1815
Crise (quebra, pânico)	Mar. 1792	Fev. 1793	Fev.-jun. 1797	Ago.-nov. 1799	1810, Jan. 1811	1816
Emprestador de última instância	Compras do Tesouro norte-americano no mercado aberto, recibos postergados de alfândega	Notas do erário público	Notas do erário público, abandono do ouro	Notas do almirantado	Notas do erário público	?

ANO	1819		1825	1828	1836	1837	1838
Países (cidade)	Inglaterra	Estados Unidos	Inglaterra	França	Inglaterra	Estados Unidos	França
Relacionada à (ao)	Waterloo (cinco anos depois)		Sucesso do empréstimo da Baring; queda nas taxas de juros	Quedas nas taxas de juros	*Boom* têxtil	Presidência de Jackson	Monarquia de Julho de 1830
Especulação anterior em	*Commodities*, títulos	Manufatura por trás do embargo	Títulos da América Latina, minas, algodão	Canais, algodão, locais de construção	Algodão, ferrovias	Algodão, terras	Algodão, locais de construção
Expansão monetária do (a)	Bancos em geral	Banco dos Estados Unidos	Títulos vendidos em parcelas, bancos rurais	Bancos de Paris	Bancos de capital aberto	Bancos selvagens; retenção da prata	Bancos regionais
Pico especulativo	Dez. 1818	Ago. 1818	Início de 1825		Abr. 1836	Nov. 1836	
Crise (quebra, pânico)	Nenhum	Nov. 1818 a Jun. 1819	Dez. 1825	Dez. 1827	Dez. 1836	Set. 1837	Jun. 1837
Emprestador de última instância	Nenhum necessário	Depósitos do Tesouro em espécie	Banco da Inglaterra	Paris, bancos da Basileia, Banco da França	O Banco da França e o Banco de Hamburgo ajudaram o Banco da Inglaterra		

ANO	1847	1848	1857		
Países (cidade)	Inglaterra	Continente	Estados Unidos	Inglaterra	Continente
Relacionada à (ao)	Praga das batatas de 1846, fracasso da colheita de trigo			Fim da Guerra da Crimeia	
Especulação anterior em	Ferrovias, trigo	Ferrovias, trigo, construções (Colônia)	Ferrovias, terras públicas	Ferrovias, trigo	Ferrovias, indústria pesada
Expansão monetária do (a)	Venda em parcelas de títulos das ferrovias	Bancos regionais	Descobertas de ouro, câmara de compensação	Fusões de bancos, câmara de compensação	Crédit Mobilier, novos bancos alemães
Pico especulativo	Jan. 1847	Mar.-abr. 1848	Final de 1856	Mar. 1857	
Crise (quebra, pânico)	Out. 1847	Mar. 1848	Ago. 1857	Out. 1857	Nov. 1857
Emprestador de última instância	Suspensão do Bank Act de 1844	Empréstimo do Banco da Inglaterra para o Banco da França; Compra de *rentes* franceses pelos russos	Fluxo de entrada de capital vindo da Inglaterra	Suspensão do Bank Act de 1844	Silberzug (Hamburgo)

ANO	1864	1866	1873		1882
Países (cidade)	França	Inglaterra/Itália	Alemanha/Áustria	Estados Unidos	França
Relacionada à (ao)	Fim da Guerra Civil	Responsabilidade em geral limitada	Indenização franco-prussiana	Exposição de uma fraude na campanha de 1872	Expansão para o sul da Europa
Especulação anterior em	Algodão, companhias de transporte em geral		Locais de construção, ferrovias, títulos, *commodities*	Ferrovias, autossuficiência, edifícios em Chicago	Ações de novos bancos, Lyons
Expansão monetária do (a)	Crédit Mobilier	Casas de desconto de capital aberto	Novos bancos industriais, bancos de corretagem, bancos de construção	Crédito de curto prazo, Fluxo de entrada de capital europeu	Títulos comprados em margem
Pico especulativo	1863	Jul. 1865	Primavera 1872	Mar. 1873	Dez. 1881
Crise (quebra, pânico)	Jan. 1864	Maio 1866	Maio 1873	Set. 1873	Jan. 1882
Emprestador de última instância	Os vencimentos das notas foram postergados	Suspensão do Bank Act; a Itália abandonou a paridade fixa	Nenhum	Nenhum	Auxílio limitado dos bancos de Paris

ANO	1890	1893		1907		1920 –1921	
Países (cidade)	Inglaterra	Estados Unidos	Austrália	Estados Unidos	França/Itália	Grã-Bretanha	Estados Unidos
Relacionada à (ao)	Limpeza das terras ao sul da Argentina; café do Brasil; nitratos do Chile; ouro da África do Sul	Sherman Silver Act, 1890	Crescimento das cidades	Guerra russo-japonesa (?), terremoto de São Francisco (??)		Fim do *boom* pós-guerra	
Especulação anterior em	Títulos argentinos, empresas privadas abrindo seu capital	Prata, ouro	Terras, minas de ouro	Café, Union Pacific	Empréstimos industriais dos bancos	Títulos, navios, *commodities*, inventários	
Expansão monetária do (a)	Conversão Goshen	Contração	Fluxo de entrada de capital	Companhias Truste	Società Bancaria Italiana	Bancos	
Pico especulativo	Ago. 1890	Dez. 1892	1891	Início de 1907	Mar. 1906	Inverno de 1920	
Crise (quebra, pânico)	Nov. 1890	Maio 1893	meados de 1893	Out. 1907	Ago. 1907	meados de 1921	
Emprestador de última instância	Garantia dos passivos da Baring; Banco da França, empréstimos de ouro russo para a Grã-Bretanha	Revogação do Sherman Silver Act de ago. 1893	Nenhum	Fluxo de entrada de US$ 100 milhões vindos da Grã-Bretanha	Banco da Itália	Nenhum	

ANO	1929	1931–1933	DÉCADAS DE 1950 E 1960	1974–1975
Países (cidade)	Estados Unidos	Europa	Mundial	Estados Unidos Mundial
Relacionad à (ao)	Fim do prolongado *boom* pós-guerra	Corte dos empréstimos estrangeiros norte-americanos	Convertibilidade sem coordenação macroeconômica	Colapso da Bretton Woods: Aumento de preço da OPEC em 1973
Especulação anterior em	Terras até 1925, ações entre 1928 e 1929	Não aplicável	Câmbio	Ações, REIFTs, edifícios de escritórios, navios-tanque, aviões Boeing 747
Expansão monetária do (a)	Ações compradas em margem	Empréstimos dos Estados Unidos	Não aplicável	Inundação do mercado de eurodólares em 1970-1971
Pico especulativo	Set. 1929	1929	Especulação em moedas de	1973
Crise (quebra, pânico)	Out. 1929	Áustria, maio 1931; Alemanha, jun. 1931; Grã-Bretanha, set. 1931; Japão, dez. 1931; Estados Unidos, mar. 1933	França, 1958; Canadá, 1962; Itália, 1963; Grã-Bretanha, 1964; França, 1968; Estados Unidos, 1973 etc.	1974-1975
Emprestador de última instância	Operações de mercados aberto FRBNY (inadequado)	Esforços tímidos nos Estados Unidos, França	Rede de trocas do BIS	Rede de trocas do BIS

ANO	1979–1982	1982–1987
Países (cidade)	Estados Unidos Mundo	Estados Unidos
Relacionada à (ao)	Empréstimos bancários sindicalizados no terceiro mundo, aumento de preço do petróleo pela OPEC em 1979, imóveis no sudoeste dos Estados Unidos, fazendas nos EUA, dólares	Mercado de ações, casas de luxo, edifícios de escritórios, dólares
Expansão monetária do pico especulativo	1979	Fluxo de entrada de capital em dólares, 1985; ações, 1987; imóveis, 1987
Crise (quebra, pânico)	Dólares, 1979; fazendas, 1979; petróleo, 1980; dívida do terceiro mundo, 1982	Ações, 19 out. 1987
Emprestador de última instância	FMI; FRBNY, governo dos Estados Unidos para a dívida mexicana, Conselho do Farm Loan Bank	Bancos de operações de mercado aberto do FRBNY, FDIC, dólares do FSLIC, *swaps*

ANO	1990	1994–1995	1997–1998	2007–2008
Países (cidade)	Japão	México	Tailândia, Indonésia, Malásia, Coreia, Rússia, Brasil	Estados Unidos, Grã-Bretanha, Islândia, Irlanda, Espanha, Grécia
Relacionada à (ao)	Índice Nikkei, imóveis	Desregulamentação, fluxo de entrada e saída de capitais; *boom* doméstico	Desregulamentação, fluxo de entrada e saída de capital; empréstimos do exterior	Imóveis, ações (Islândia), empréstimos governamentais (Grécia)
Expansão monetária do (a)	Redução das taxas de juros em 1986	Fluxo de entrada de capital, empréstimos bancários, novos bancos domésticos em 1991, bancos estatais privatizados em 1991	Empréstimos bancários, *boom* da construção, capitalismo de compadre	Fluxos de entrada de dinheiro
Pico especulativo	Primeira metade de 1989	1994-1995	1997-1998	Final de 2006
Crise (quebra, pânico)	Jan. 1990	1994-1995	1997-1998	Set. 2008
Emprestador de último recurso	O Ministério das Finanças e o Banco do Japão reagiram lentamente	Fundo de Estabilização dos Estados Unidos; FMI; IADB	FMI; Banco Mundial; ADB; empréstimos bilaterais entre países	Bancos centrais, FMI

Referências

AKERLOF, George; SHILLER, Robert. *O espírito animal*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

ÅKERMAN, Johan. *Structure et cycles économiques*. Paris: Presses universitaires de France, 1955-1957.

ALCHIAN, Armen A.; KLEIN, Benjamin. On a Correct Measure of Inflation. In: *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, n. 1 (fevereiro de 1973).

ANDRÉADÈS, A. *History of the Bank of England*. Londres: P. S. King, 1909.

ASHER, David; SMITHERS, Andrew. *Japan's Key Challenges for the 21st Century*. SAIS (School for Advanced International Studies) Policy Forum Studies, abril de 1998.

ASHTON, T. S. *Economic Fluctuations in England, 1700-1800*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959.

______; SAYERS, R. S. (orgs.). *Papers in English Monetary History*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953.

BAASCH, Ernest. *Holländische Wirtschaftsgeschichte*. Iena: Gustav Fischer, 1927.

BAGEHOT, Walter. *Lombard Street:* a Description of the Money Market. Londres: John Murray, 1917.

BALZAC, Honoré de. *César Birotteau*. Paris: Livre de Poche, 1972.

______. La maison Nucingen. In: *Oeuvres completes*. Paris: Calmann Lévy, 1892.

______. Melmoth apaziguado. In: BALZAC, Honoré de. *A comédia humana,* vol. 15. Rio de Janeiro: Globo, 1989.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS [Banco de Compensações Internacionais]. *Annual Report,* n. 63, 1993.

______. *Annual Report,* n. 68, 1998.

______. "Recent Innovations in International Banking". In: *CGFS Publications.* Basel: Bank for International Settlements, 1986. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Acesso em: 8 maio 2013.

BAXTER, Robert. *The Panic of 1866, with its Lessons on the Currency Act*. (1866; reimpressão). Nova York: Burt Franklin, 1969.

BENEDICT, Ruth. *Patterns of Culture*. Boston: Houghton Mifflin, 1934.

BERNANKE, Ben S. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. In: *American Economic Review*, vol. 73, n. 3, jun. 1983.

BIGO, Robert. *Les banques françaises au cours du XIXe siècle*. Paris: Sirey, 1947.

BLOOM, Herbert I. *The Economic Activities of the Jews of Amsterdam in the Seventeenth and Nineteenth Centuries*. Williamsport, Pa.: Bayard Press, 1937.

BÖHME, Helmut. *Frankfurt und Hamburg:* Des Deutsches Reiches Silber und Goldloch und die Allerenglishte Stadt des Kontinents. Frankfurt-am-Main: Europaïsche Verlagsanstalt, 1968.

BONELLI, Franco. *La crisi del 1907*: una tappa dello sviluppo industriale in Italia. Turim: Fondazione Luigi Einaudi, 1971.

BORCHARDT, Knut; SCHÖLTZ, Hans Otto (orgs.). *Wirtschaftspolitik in der Krise*. Baden-Baden: Nomos, 1991.

BORDO, Michael; SCHWARTZ, Anna J. (orgs.). *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931.* Chicago: University of Chicago Press, 1984.

BORIO, C. E. B.; KENNEDY, N.; PROWSE, S. D. Exploring Aggregate Price Formation across Countries: Measurement, Determinants and Monetary-Policy Implications. In: *BIS Economic Papers*, n. 40, 1994.

BORN, Karl Erich. *Die deutsche Bankenkrise, 1931:* Finanzen und Politik. Munique: R. Piper & Co. Verlag, 1967.

BOUVIER, Jean. *Le Krach de l'Union Générale, 1878-1885*. Paris: Presses universitaires de France, 1960.

______. *Un siècle de banque française*. Paris: Hachette Littérature, 1973.

BOYER-XAMBEU, Marie-Therèse; DELEPLACE, Ghislain; GILLARD, Lucien. *Private Money and Public Currencies:* the 16th-Century Challenge. Armonk, NY: M.W. Sharpe, 1984.

BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo:* As estruturas do cotidiano vol. 1. São Paulo: Martins Fontes, 1995.

BROOKS, John. *The Go-Go Years*. Nova York: Weybright and Talley, 1973.

BUIST, Martin G. *At Spes non Fracta, Hope & Co., 1770-1815:* Merchant Bankers and Diplomats at Work. Haia: Martinus Nijhoff, 1974.

BURK, Kathleen; CAIRNCROSS, Alec. *Goodbye Great Britain:* the 1976 IMF Crisis. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1992.

BURTON, Theodore E. *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression*. Nova York: Appleton, 1902.

CAMERON, Rondo. *France and the Economic Development of Europe, 1800-1914*. Princeton: Princeton University Press, 1961.

CARPER; Jean. *Not with a Gun*. New York: Grossman, 1973.

CARSWELL, John. *The South Sea Bubble*. Londres: Cresset Press, 1960.

CARTER, Alice Clare. *Getting, Spending and Investing in Early Modern Times:* Essays on Dutch, English and Huguenot Economic History. Assen: Van Gorcum, 1975.

CASS, David; SHELL, Karl. Do Sunspots Matter? In: *Journal of Political Economy*, vol. 91, n. 2, abr. 1983.

CASSIDY, John. *Como os mercados quebram:* a lógica das catástrofes econômicas. Rio de Janeiro: Intrinseca, 2011.

CHANDLER, George. *Four Centuries of Banking*. Londres: B. J. Batsford, 1964.

CHAUSSINAND-NOGARET, Guy. *Les financiers de Languedoc au XVIIIe siècle*. Paris: S.E.V.P.E.N., 1970, p. 146.

CHERNOW, Ron. *The Warburgs:* the Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family. Nova York: Random House, 1993.

CHEVALIER, Michel. *Lettres sur l'Amérique du Nord*. 3. ed. Bruxelas: Société belge du librairie, 1838.

CLAPHAM, *Sir* John. *The Bank of England:* a History. Cambridge: Cambridge University Press, 1945.

CLARKE, Stephen V. O. *Central Bank Cooperation, 1924-1931*. Nova York: Federal Reserve Bank of New York, 1967.

CLEMENTS, Samuel L. (pseudônimo de Mark Twain);WARNER, Charles Dudley. *The Gilded Age:* a Tale of Today. Nova York: Harper & Brothers, [1873]. Reimpressão, edição nacional do autor, 10 vols., 1915.

CLOUGH, Shepard B. *The Economic History of Modern Italy*. Nova York: Columbia University Press, 1964.

COHAN, William D. *Castelo de cartas*. Rio de Janeiro: Best Business, 2010.

COLE, Arthur H. *The Great Mirror of Folly* [Het Groote Tafereel der Dwaasheid], *an Economic Bibliographical Study.* Boston: Baker Library, Harvard Graduate School of Business Administration, 1949.

COOMBS, Charles A. *The Arena of International Finance*. Nova York: Wiley, 1976.

COOPER, Richard N. *Economic Interdependence and Foreign Policy in the Seventies*. World Politics, vol. 24 (jan 1972).

COTTRELL, P. L. *Industrial Finance, 1830-1914:* the Finance and Organization of English Manufacturing Industry. Londres: Methuen, 1980.

DE JONG-KEESING, E. E. *De Economische Crisis van 1763 te Amsterdam*. Amsterdã, 1939, p. 216-217.

DEVRIES, Jan. *Barges and Capitalism:* Transportation in the Dutch Economy. Wageningen: A.G. Bidragen, 1978.

______;WOUDE, Ad van der. *The First Modern Economy:* Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815. Cambridge: Cambridge University Press, 1997.

DEBEIR, Jean-Claude. La crise du franc de 1924: Une exemple de la spéculation "internationale". In: *Relations Internationales*, n. 13, 1978.

DEFOE, Daniel. *The Anatomy of Change-Alley*. Londres: E. Smith, 1719.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F. Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. In: *Journal of Development Studies*, vol. 18, n. 1, set-out 1985.

DICKSON, P. G. M. *The Financial Revolution in England:* a Study in the Development of Public Credit, 1688-1756. Nova York: St. Martin's Press, 1967.

DIVINE, David. *Indictment of Incompetence:* Mutinyat Invergordon. Londres: Macdonald, 1970.

DREISER, Theodore. *Trilogy of Desire*. Nova York: World Publishing, 1972.

DUNN, Donald H. *Ponzi, the Boston Swindler*. Nova York: McGraw-Hill, 1975.

ELIAS, David. *Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*. McGraw-Hill, 1999.

ERDMAN, Paul E. *A crise de 79*. São Paulo: Nova Fronteira, 1984.

EVANS, D. Morier. *Facts, Failures and Frauds* (1839; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1968.

______. *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock*

Exchange Panic of 1859 (1859; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1969.

FANFANI, Amitore (org.). *Città Mercanti Dottrinenell' Economia Europea* . Milão: A. Guiffre, 1964.

FEDERAL Reserve System. *Banking and Monetary Statistics.* Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

FERGUSON, Niall. *The House of Rothschild:* Money's Prophets, 1798-1847. Nova York: Viking, 1998.

FISHER, Irving. *The Purchasing Power of Money:* Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises. 2. ed. Nova York: Macmillan, 1911.

FLOOD, Robert D.; GARBER, Peter W. *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994.

FOX, Justin. *O mito dos mercados racionais:* uma história de risco, recompensa e decepção em Wall Street. Rio de Janeiro: Best Business, 2011.

FOXWELL, H. S. *Papers in Current Finance*. Londres: Macmillan, 1919.

FRIEDMAN, Benjamin M. Portfolio Choice and the Debt-to-Income Relationship. In: *American Economic Review*, vol. 75, n. 2, mai. 1985.

______. The Roles of Money and Credit in Macro-economic Analysis. In: TOBIN, James (org.). *Macroeconomics, Prices, and Quantities:* Essays in Memory of Arthur Okun. Washington, DC: Brookings Institution, 1983.

FRIEDMAN, Milton. "Discussion" of C. P. Kindleberger, The Case for Fixed Exchange Rates, 1969. In: FEDERAL Reserve Bank of Boston. *The International Adjustment Mechanism*. Boston: Federal Bank of Boston, 1979.

______. *A Program for Monetary Stability*. Nova York: Fordham University Press, 1960.

______. The Case for Flexible Exchange Rates. In: *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

______. *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago: Aldine, 1969.

______; SCHWARTZ, Anna J. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1963.

GALBRAITH, John Kenneth. *1929 – a Grande Crise*. São Paulo: Larousse, 2010.

GATES, Paul W. *Illinois Central Railroad and Its Colonization Work* (1934;

reimpressão). Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1968.

GAYER, Arthur D.; ROSTOW, W. W.; SCHWARTZ, Anna J. *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953.

GIBBONS, James S. *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House and the Panic of 1857*. Nova York: D. Appleton, 1859.

GIDDY, Ian. *The Search for Financial Stability:* the Past Fifty Years. São Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, 1985.

GILLE, Bertrand. *La banque en France au XIXe siècle:* Recherches historiques. Genebra: Librairie Droz, 1970.

______. *La Banque et le crédit en France de 1815 à 1848*. Paris: Presses universitaires de France, 1959.

GLASSMAN; James K.; HASSETT, Kevin A. *Dow 36,000:* the New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market. Random House, 1999.

GOOD, David F. *The Economic Rise of the Hapsburg Empire, 1750-1914*. Berkeley: University of California Press, 1984.

GOODHART, Charles. *The Evolution of Central Banks*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

GORDON, M. J. Toward a Theory of Financial Distress. In: *Journal of Finance*, vol. 26, mai. 1971.

Great Britain. *Committee on the Working of the Monetary System*. Relatório (Relatório Radcliffe), Cmnd 827. Londres: H. M. Stationery Office, agosto de 1959.

______. *Parliamentary Papers (Monetary Policy, Commercial Distress)* [Documentos Parlamentares (Política Monetária, Problemas Comerciais)]. *Report of the Select Committee on the Operation of the Bank Acts and the Causes of the Recent Commercial Distress, 1857-1859*. Shannon: Irish University Press, 1969.

HAMILTON, Earl J. The Political Economy of France at the Time of John Law. In: *History of Political Economy*, vol. 1, 1969.

HAMMOND, Bray. *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*. Princeton: Princeton University Press, 1957.

HANSEN, Alvin H. *Cycles of Prosperity and Depression in the United States, Great Britain and Germany:* a Study of Monthly Data, 1902-1908. Madison: University of Wisconsin, 1921.

______. *Business Cycles and National Income*. Nova York: W.W. Norton, 1957.

HAWTREY, R. G. *Currency and Credit*, 3. ed. Nova York: Longmans Green, 1930.

______. *The Art of Central Banking*. Londres: Longmans, Green, 1932.

HAYEK, Friedrich A. Choice in Currency: a Way to Stop Inflation. In: *Occasional Paper n. 48*. Londres: Institute of Economic Affairs, 1982.

HELLWIG, Martin F. A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy. In: *Princeton University Econometric Research Program*, Research Memorandum n. 177, abril de 1975.

HERRICK, Myron T. The Panic of 1907 and Some of Its Lessons. In: *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 31 (jan-jun 1908).

HIRST, Francis W. *The Six Panics and Other Essays*. Londres: Methuen, 1913.

______. *The Six Panics and Other Essays*. Londres: Methuen, 1913.

HOLUSHA, John. Revco Drugstore Chain in Bankruptcy Filing. In: *New York Times*, 29 jul. de 1988, sessão D.

HOOVER, Herbert. *The Memoirs of Herbert Hoover*. Nova York: Macmillan, 1952.

HOWSON, Susan; WINCH, Donald. *The Economic Advisory Council, 1930-1939:* a Study in Economic Advice during Depression and Recovery. Cambridge: Cambridge University Press, 1977.

HOYT, Homer. *One Hundred Years of Land Values in Chicago*. Chicago: University of Chicago Press, 1933.

HUBBARD, R. Glenn (org.). *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

HUGHES, J. R. T . *Fluctuations in Trade, Industry and Finance:* a Study of British Economic Development, 1850-1860. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1960.

HYNDMAN, H. M. *Commercial Crises of the Nineteenth Century*. Nova York: Augustus M. Kelley, 1967.

ISRAEL, Jonathan I. *The Dutch Republic:* Its Rise, Greatness and Fall, 1477-1806. Oxford: Clarendon Press, 1995.

JAMES, Harold. *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1995.

JENKS, Leland H. *The Migration of British Capital to 1875*. Nova York: Knopf, 1927.

JOHNSON, Harry G. Destabilizing Speculation: a General Equilibrium Approach. In: *Journal of Political Economy*, vol. 84, fev. 1976.

______. The Case for Flexible Exchange Rates. In: *Federal Reserve Bank of St Louis, Review*, vol. 51, jun. 1969.

JOHNSON, Paul. *Modern Times:* the World from the Twenties to the Eighties. Nova York: Harper & Row, 1983.

JOPLIN, Thomas. *A letter to Thomas Gisborne, Esq., M. P.* Londres: James Ridgeway & Sons, n.d.

______. *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a Letter to Thomas Gisbourne, Esq. M.P.* [Argumento pela Investigação Parlamentar sobre as Circunstâncias do Pânico, em uma carta para Thomas Gisbourne]. Londres: F. Ridgeway & Sons, s.d. (depois de 1832).

JUGLAR, Clement. *Des crises commerciales et leur retour périodiques en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*. (1889; reimpressão). 2.ed, Nova York: Augustus M. Kelley, 1967.

KADLEC, Charles W. *Dow 100,000:* Fact or Fiction. Prentice Hall, 1999.

KAHN, Herman. *The Emerging Japanese Superstate:* Challenge and Response. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1970.

KAUFMAN, Henry. *Interest Rates, the Markets and the New Financial World*. Nova York: Times Books, 1986.

Keizai Koho Center. *Japan 1994:* an International Comparison. Tóquio, 1993.

KINDLEBERGER, C. P. Asset Inflation and Monetary Policy. In: *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, n. 192, mar. 1995.

_____. Panic of 1873; International Propagation of Financial Crises. In: *Historical Economics*. Nova York: Harvester Wheatsheaf, 1990.

______. The Economic Crisis of 1619 to 1623. In: *Journal of Economic History*, vol. 51, n. 1, mar. 1991.

______. The International (and Interregional) Aspects of Financial Crises. In: FELDSTEIN, Martin, ed. *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

______. The Panic of 1873. Artigo apresentado no Simpósio da NYU-Salomon Brothers sobre pânicos financeiros, reimpresso em: *Historical Economics:* Art

or Science? New York: Harvester/Wheatsheaf, 1990.

______. The Quality of Debt. In: PAPADIMITRIOU, D. B. (org.). *Profits, Deficits and Instability*. Basingstoke: Macmillan, 1992.

KINDLEBERGER, C. P. *The World Economy and National Finance in Historical Perspective*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995.

______. *The World in Depression, 1929-1939*. 2. ed. Berkeley: University of California Press, 1986.

KING, John. For Investors, Condo Craze Ends: Once Hot Market Makes Do Without Speculators. In: *Boston Globe*, 14 de fevereiro de 1988.

KING, W. T. C. *History of the London Discount Market*. Londres: George Routledge & Sons, 1936.

KLAVAREN, Jacob van. Die historische Erscheinungen der Korruption [O aparecimento histórico da corrupção]. In: *Viertelsjahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 44 (dezembro de 1957), vol. 45 (dezembro de 1958); vol. 46 (junho de 1959).

KLAVAREN. Fiskalismus – Mercantilismus – Korruption: Drei Aspecte der Finanzund Wirtschaftspolitik während der Ancien Regime [Fiscalismo, mercantilismo, corrupção: três aspectos da política financeira e econômica no Antigo Regime]. In: *Viertelsjahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 47 (setembro de 1960).

KROOS, Herman E. (org.) *Documentary History of Banking and Currency in the United States*. Nova York: Chelsea House, 1969.

KRÜGER, Alfred . *Das Kölner Bankiergewerbe vom Ende des 18. Jahrhunderts bis 1875*. Essen: G.D. Baedeker Verlag, 1925.

KUWAIT Aide Says Speculators Own “Price of Follies”. *International Herald Tribune.* Paris, 29 de outubro de 1982.

KUWAIT’S Great $ 70 Bn Paper Chase. *Financial Times.* Londres, 25 de setembro de 1982.

KUWAIT’S. Try a New Exchange. *New York Times.* Nova York, 16 de dezembro de 1984, sessão D.

LANDES, David S. *Bankers and Pashas:* International Finance and Economic Imperialism in Egypt. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1958.

LARSON, Henrietta M. *Jay Cooke:* Private Banker. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1934.

LAUCK, W. Jett. *The Causes of the Panic of 1893*. Boston: Houghton Mifflin, 1907.

LEAGUE OF NATIONS. *The Course and Control of Inflation after World War I*. Princeton: League of Nations, 1945.

LEBON, Gustav. *The Crowd:* a Study of the Popular Mind. Londres: T. Fischer, Unwin, 1922.

LESSARD, Donald R.; WILLIAMSON, John (orgs.). *Capital Flight and Third World Debt*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1987.

LEVI, Leone. *History of British Commerce*. Londres: John Murray, 1872.

LÉVY-LEBOYER, Maurice. *Histoire économique et sociale de la France depuis 1848*. Paris: Les Cours de Droit, Institut d'Etudes Politiques, 1951-52.

______. *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle*. Paris: Presses universitaires de France, 1964.

LEWIN, Henry Grote. *The Railway Mania and its Aftermath, 1845-1852* (1936; reimpressão, rev.). Nova York: Augustus M. Kelley, 1968.

LINDERT, Peter H. Key Currencies and Gold, 1900-1913. *Princeton Studies in International Finance*. n. 24, Princeton, N. J.: Princeton University Press, ago. 1969.

LIPSON, Charles. *Standing Guard:* Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries. Berkeley: University of California Press, 1985.

LUX, Thomas. Herd Behavior, Bubbles and Crashes. In: *Economic Journal*, vol. 105, jul. 1995.

MACKAY, Charles. *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds* (1852; reimpressão). Boston: L. C. Page Co., 1932.

MACLEOD, Henry Dunning. *Theory and Practice of Banking*. Nova York: Longman, 1906.

MARSHALL, Alfred. *Money, Credit and Commerce* (1923; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1965.

MÄRZ, Eduard. *Österreich Industrie-und Bankpolitik in der Zeit Franz Josephs I:* Am Beispiel der k.k. priv. Österreichischen Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe. Viena: Europa Verlag, 1968.

MATTHEWS, R. C. O. *A Study in Trade-Cycle History:* Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842. Cambridge: Cambridge University Press, 1954.

MATTHEWS, R. C. O. *Public Policy, and Monetary Expenditure*. In: WILSON, Thomas; SKINNER, Andrew S (eds). *The Market and the State*: Essays in Honour of Adam Smith. Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1976.

MAYER, Martin. *The Bankers*. Nova York: Ballantine Books, 1974.

McCARTNEY, E. Ray. *Crisis of 1873*. Minneapolis: Burgess Publishing Co., 1935.

McCULLOUGH, J. R. *Principles of Political Economy*. 2. ed. Edimburgo, 1830.

McDONALD, Lawrence G. *Uma colossal falta de bom senso; a história por trás do colapso do Lehman Brothers.* Rio de Janeiro: Record, 2010.

McFERRIN, John Berry. *Caldwell and Company:* a Southern Financial Empire. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1939; Nashville: Vanderbilt Press, 1969 (reimpressão).

McKINNON, Roland I. *Money and Capitalism in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

______; MATHIESON, Donald J. *Essays in International Finance*, n. 145. Princeton, N. J.: International Finance Section, Princeton University, 1981.

MEHRLING, Perry. The Vision of Hyman P. Minsky. In: *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 39, 1999.

MILL, J. S. *Principles of Political Economy, with some of their Applications to Social Philosophy (1848)*. 7. ed. Londres: Longmans, Green, 1929.

MINISTÈRE des Finances et al. *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciare.* Paris: Imprimerie impériale, 1867.

MINSKY, Hyman P. Financial Resources in a Fragile Financial Environment. In: *Challenge*, vol. 18, julho/agosto de 1975.

______. *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press, 1975.

______. The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. (orgs.). *Financial Crises:* Theory, History and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

MINTZ, Ilse. *Deterioration in the Quality of Bonds Issued in the United States, 1920-1930*. Nova York: National Bureau of Economic Research, 1951.

MISKIN, Frederic S. Asymmetric Information and Financial Crises: a Historical

Perspective. In: HUBBARD, R. Glenn (ed.). *Financial Marketsand Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

______. Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy. In: *American Economic Review*, vol. 66, set. 1976.

MITCHELL, Wesley C. *Introduction to Willard L. Thorp, Business Annals*. Nova York: National Bureau of Economic Research, 1926.

MORGAN, E. Victor. *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913*. Cambridge: Cambridge University Press, 1943.

MORGENSON, Gretchen. The Markets; Seeing a Fund as Too Big to Fail, New York Fed Assists Its Bailout. In: *New York Times*, 24 set. 1998, p. A1, C11. Disponível em: <http://www.nytimes.com/1998/09/24/business/the-markets-seeing-a-fund-as-too-big-to-fail-new-york-fedassists-its-bailout.html>. Acesso em: 5 jun. 2013.

MORGENSTERN, Oskar. *International Financial Transactions and Business Cycles*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1959.

MORRIS, Charles R. *O crash de 2008*. Florianópolis: Aracati, 2009.

MUTH, John F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. In: *Econometrica*, vol. 29, jul. 1961.

NASH, Nathaniel C. Bank Board Doubles Texas Cost Estimate. In: *New York Times*, 8 Julho 1988, sec. D.

NASH, Nathaniel C. Treasury Says Savings Aid Should Not Tax the Taxpayer. In: *New York Times*, 3 ago. 1988. sec. D. Disponível em: <http://www.nytimes.com/1988/08/03/business/treasury-says-savings-aid-shouldn-t-tax-the-taxpayer.html>. Acesso em: 5 jun. 2013.

NAYLOR, R.T. *The History of Canadian Business, 1867-1914, vol. 1. The Banks and Finance Capital*. Toronto: James Lorimer & Co., 1975.

NEUWIRTH, Josef. *Bank und Valuta in Öesterreich-Ungarn 1862-1873*, vol. 2. Die Spekulationskrisis von 1873. Leipzi: Duncker & Humblot, 1874.

NOVAK, Maximillian E. *Economics and the Fiction of Daniel Defoe*. Berkeley: University of California Press, 1962.

NOYES, Alexander D. *The Market Place:* Reminiscences of a Financial Editor. Boston: Little, Brown, 1937.

O'BRIEN, D. P. (org.). *The Correspondence of Lord Overstone*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

O’ROURKE, Kevin H. WILLIAMSON, Jeffrey G. *Globalization and History*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1999.

OKABE, Mitsuaki (org.). *The Structure of the Japanese Economy*. Londres: Macmillan, 1995.

PATTERSON, Scott. *Mentes brilhantes, rombos bilionários*. Rio de Janeiro: Best Business, 2011.

PAULSON, Henri. *À beira do abismo financeiro*. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

PEDERSEN, Jørgen. Some Notes on the Economic Policy of the United States during the Period 1919-1932. In: HEGELUND, Hugo (org.). *Money Growth and Methodology*: Papers in Honor of Johan Åkerman. Lund: Lund Social Science Studies, 1961, reimpresso em PEDERSEN, J. *Essays in Monetary Theory and Related Subjects*. Copenhagen: Samfundsvienskabeligt Forlag, 1975.

PIGOU, A. C. *Aspects of British Economic History*, 1918-25. Londres: Macmillan, 1948.

______. *Industrial Fluctuations*. Londres: Macmillan, 1927.

PLESSIS, Alain. *La Politique de la Banque de France de 1850 à 1870*. Genebra: Droz, 1985.

PORTES, R.; SWOBODA, A. (orgs.). *Threats to International Financial Stability*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

POSE, Alfred. *La monnaie er ses institutions*. Paris: Presses universitaires de France, 1942.

POWELL, Ellis T. *The Evolution of the Money Market (1384-1915):* an Historical and Analytical Study of the Rise and Development of Finance as a Central Coordinated Force (1915: reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelley, 1966.

PRESSNELL, L. S. The Sterling System and Financial Crises before 1914. In: KINDLEBERGER, C. P.; LAFFARGUE, J. P. (orgs.). *Financial Crises:* Theory, History and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

RAJAN, Raghuram G. *Linhas de falha:* como rachaduras ocultas ainda ameaçam a economia mundial. São Paulo: BEI, 2012.

REED, M. C. *Investment in Railways in Britain:* a Study in the Development of the Capital Market. Londres: Oxford University Press, 1976.

ROSENBAUM, Edouard; SHERMAN, A. J. *M. M. Warburg & Co., 1758-1938:* Merchant Bankers of Hamburg. Nova York: Holmes & Meier, 1979.

ROSENBERG, Hans. *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59*. Stuttgart-Berlin: W. Kohlhammer, 1934.

ROTHBARD, Murray N. *America's Great Depression*, 3. ed. Kansas City: Sheed & Ward, 1975.

______. *The Panic of 1819:* Reactions and Policies. Nova York: Columbia University Press, 1962.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. *A economia da crise:* um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Rio de Janeiro: Intrinseca, 2010.

SAMUELSSON, Kurt. International Payments and Credit Movements by Swedish Merchant Houses, 1730-1815. In: *Scandinavian Economic History Review*, vol. 3 (1955).

SAYERS, R. S. *Bank of England Operations 1890-1914*. Londres: P.S. King, 1936.

SCHÄFFLE, Albert E. Fr. *Gesammelte Aufsätze* [Ensaios reunidos]. Tübingen: H. Haupp'schen, 1885.

SCHAMA, Simon. *The Embarrassment of Riches:* an Interpretation of Dutch Culture of the Golden Age. Berkeley: University of California Press, 1988.

SCHIFF, Jacob H. Relation of a Central Bank to the Elasticity of the Currency. In: *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 31 (jan.-jun. 1908).

SCHUKER, Stephen A. American 'Reparations' to Germany, 1919-1933: Implications for the Third-World Debt Crisis. In: *Princeton Studies in International Finance,* n. 61. Princeton: International Finance Section, Princeton University Press, 1988.

______. *The End of French Predominance in Europe, the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976.

SCHUMPETER, J. A. *Business Cycles*. Nova York: McGraw-Hill, 1939.

______ . *Business Cycles:* a Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. Nova York: McGraw-Hill, 1939.

SCOTT, William Robert. *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*. Cambridge: Cambridge University Press, 1911, vol. 3.

SCOVILLE, W. C.; LAFORCE, J. C. (orgs.). *The Economic Development of*

Western Europe. Lexington, Mass.: D.C. Heath, 1969.

SEARLE, Geoffrey. *The Rush To Be Rich:* a History of the Colony of Victoria. Melbourne: Melbourne University Press, 1971.

SELGIN, George. *The Theory of Free Banking*. Totowa, N. J.: Rowan and Littlefield, 1989.

SHAPLEN, Robert. *Kreuger*: *Genius and Swindler*. Nova York: Knopf, 1960.

SHAW, Edward. *Financial Deepening in Economic Development*. Nova York: Oxford University Press, 1973.

SIMON, Matthew. *Cyclical Fluctuations in the International Capital Movements of the United States* 1865-1897. Nova York: Arno, 1979.

SKALWEIT, Stephan. *Die Berliner Wirtschaftskrise von 1763 und ihre Hintergründe* [A crise econômica de Berlim em 1763]. Stuttgart/Berlim: Verlag W. Kohlhammer, 1937.

SMART, William. *Economic Annals of the nineteen century 1801-1820*. Londres: Macmillan, 1910.

SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776; reimpressão). Nova York: Modern Library, 1937.

SPERO, Joan Edelman. *The Failure of the Franklin National Bank:* Challenge to the International Banking System. Nova York: Columbia University Press, 1980.

SPRAGUE, O. M. W. *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpressão). Nova York: Augustus M. Kelly, 1968.

ST. JOHN-STEVAS, Norman (ed.). *Bagehot's Historical Essays*. Nova York: New York University Press, 1966.

STEAD, Christina. *House of All Nations*. Nova York: Knopf, 1938.

STEIN, Benjamin. The Day Los Angeles's Bubble Burst. In: *New York Times*, 8 de dezembro de 1984.

STERN, Fritz. *Gold and Iron*: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire. Londres: Allen & Unwin, 1977.

STEVAS, Norman St. John (org.). *The Collected Works of Walter Bagehot*. Londres: The Economist, 1978.

STEWART, James B. *Covil de ladrões*. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1994.

STIGLITZ, Joseph. *O mundo em queda livre.* São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

STRANGE, Susan. International Monetary Relations. In: SCHONFIELD, Andrew (org.). *International Economic Relations of the Western World, 1959-71*. Oxford: Oxford University Press, 1971.

STROM, Stephanie. How to Ruin a Safe Bet: Did Rockefeller Center Financiers Reach Too Far? In: *New York Times*, 5 de outubro de 1995. Disponível em: <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=990CE0D91331F936A35753C1A963958260>. Acesso em: 21 maio 2013.

STROUSE, Jean. The Brilliant Bailout. In: *New Yorker* (23 Nov 1998), Nova York, 1998.

TAKEDA, Masahiko; TURNER, Philip. The Liberalization of Japanese Financial Markets: Some Major Themes. In: *BIS Economic Papers*, n. 34. Novembro de 1992.

TALEB, Nassim Nicholas. *A lógica do cisne negro*. Rio de Janeiro: Best Seller, 2008.

TAUS, Esther Rogoff. *Central Banking Functions of the United States Treasury, 1789-1941*. Nova York: Columbia University Press, 1943.

TEMIN, Peter. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* Nova York: W.W. Norton, 1976.

______. *The Jacksonian Economy*. Nova York: W.W. Norton, 1969.

TETT, Gillian. *O ouro dos tolos:* como a ganância desenfreada corrompeu um sonho, despedaçou os mercados e desencadeou uma catástrofe mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

THIERS, Louis Adolphe (Ministère des Finances) et al. *Enquete sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire.* Paris: Imprimerie imperiale, 1867.

THORNTON, Henry. *An Enquiry into the Nature and Effect of the Paper Credit of Great Britain.* Londres: Frank Cass, 1962.

THORP, Willard L. *Business Annals*. Nova York: National Bureau of Economic Research, 1926.

TILLY, Richard. *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815-1870*. Madison: University of Wisconsin Press, 1970.

TIMBERLAKE, Richard H. Legislative Construction of the Monetary Control Act of 1980. In: *American Economic Review*, vol. 75, n. 2, mai 1985.

TROLLOPE, Anthony. *The Way We Live Now. 1874-1875* ; reimpressão, New York: Bobbs-Merrill, 1974.

U. S. CONGRESS HOUSE. *Gold Panic Investigation*, 41o Cong., 2a sess., H. Rept. 31, 1o de março de 1870.

US SENATE, Committee on Finance, 72nd Cong., 1st sess., *Hearings on Sales of Foreign Bonds of Securities* [*Audiência sobre Vendas de Títulos Estrangeiros*, realizada de 18 de dezembro de 1931 a 10 de fevereiro de 1932]. Washington, DC: US Government Printing Office, 1932.

VAN DERWEE, Herman. *The Growth of the Amsterdam Market and the European Economy*. Haia: Martinus Nijhoff, 1963.

VAN DILLEN, J. G. *History of the Principal Public Banks*. Haia: Martinus Nijhoff, 1934.

VAN KLAVAREN, Jacob. Rue de Quincampoix und Exchange Alley: Die Spekulationsjähre 1719 und 1720 in Frankreich und England [Rue de Quincampoix e a Exchange Alley: A especulação dos anos 1719 e 1720 na França e Inglaterra]. In: *Viertelsjahrschrift für Sozial und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 48, outubro de 1961.

VAN VLECK, George W. *The Panic of 1857:* an Analytical Study. Nova York: Columbia University Press, 1953.

VANDERLIP, Frank. The Panic as a World Phenomenon. In: *Annals of the American Academy of Political and Social Science,* vol. 31, jan-jun 1908.

VAUBEL, Roland. Free Currency Competition. In: *Weltwirtschaftliches Archiv* [Arquivo da economia mundial], vol. 113 (1977).

VINER, Jacob. *Studies in the Theory of International Trade*. Nova York: Harper, 1937.

VOGEL, Ezra. *Japan as Number One:* Lessons for America. Boston: Harvard University Press, 1979.

WASHBURN, Watson; DELONG, Edmund S. *High and Low Financiers:* Some Notorious Swindlers and their Abuses of our Modern Stock Selling System. Indianápolis: Bobbs-Merrill, 1932.

WEISMAN, Stewart L. *Need and Greed:* the Story of the Largest Ponzi Scheme in American History. Syracuse: University of Syracuse Press, 1999.

WELLER, John L. *The New Haven Railroad:* the Rise and Fall. Nova York: Hastings House, 1969.

WHITE, Lawrence H. *Free Banking in Britain:* Theory, Experience and Debate. Nova York: Cambridge University Press, 1984.

WHITTLESEY, C. R.; WILSON, J. S. G. (orgs.) *Essays in Money and Banking*

in Honour of R. S. Sayers. Oxford: Clarendon Press, 1968.

WICKSELL, Knut. *Interestand Prices*. Londres: Macmillan, 1936.

______. *Lectures on Political Economy*. Nova York: Macmillan, 1935.

WIGMORE, Barrie A. *The Crash and its Aftermath:* a History of Security Markets in the United States, 1929-1933. Westport, Conn.: Greenwood, 1985.

WILLIAMSON, Jeffrey G. *American Growth and the Balance of Payments, 1830-1913:* a Study of the Long Swing. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1964.

WILLIAMSON, John; MOHAR, Molly. A Survey of Financial Liberalization. In: *Essays in International Finance*, n. 221. Princeton, N. J.: International Finance Section, Nov. 1998.

WILSON, Charles. *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century.* Cambridge: Cambridge University Press, 1941.

WIMMER, Larry T. *The Gold Crisis of 1869:* a Problem in Domestic Economic Policy and International Trade Theory. Tese de doutorado, University of Chicago, 1968.

______. The Gold Crisis of 1869: Stabilizing or Destabilizing Speculation under Floating Exchange Rates, Explorations. In: *Economic History*, 12 (1975).

WINANS, R. Foster. *Trading Secrets:* Seduction and Scandal at the Wall Street Journal. Nova York: St Martin's Press, 1986.

WINKLER, Max. *Foreign Bonds, an Autopsy:* a Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations. Filadéldia: Roland Swain, 1933.

WIRTH, Max. *Geschichte der Handelskrisen* [História das crises comerciais]. 4. ed. (1890; reimpressão). Nova York: Burt Franklin, 1968.

______. The Crisis of 1890. In: *Journal of Political Economy*, vol. 1, mar. de 1893.

WOLFE, Tom. *A fogueira das vaidades*. Rio de Janeiro: Rocco, 1998.

WOLOWSKI, Louis. Testemunho para o Ministère des Finances et al. *Enquete sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire*. Paris: Imprimerie imperiale, 1867.

WOOD, Elmer. *English Theories of Central Banking Control, 1819-1858, with Some Account of Contemporary Procedures*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939.

WUDUNN, Sheryl. Erosion in Japan's Foundation: Real Estate Crash Threatens

the Entire Economy. In: *New York Times* , 4 de outubro de 1995. Disponível em: <http://www.nytimes.com/1995/10/04/business/international-business-erosion-in-japan-s-foundation.html? pagewanted=all&src=pm>. Acesso em: 21 maio 2013.

YEAGER, Leland B. Deregulation and Monetary Reform. In: *American Economic Review*, vol. 75, n. 2, mai 1985.

ZOLA, Emile. *L'Argent*. Paris: Livre de Poche, s.d.

ZUCKER, Stanley. *Ludwig Bamberger:* German Liberal Politician and Social Critic, 1823-1899. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1975.

Índice Remissivo

Rua Henrique Schaumann, 270
Pinheiros – São Paulo – SP – CEP: 05413-010
Fone PABX: (11) 3613-3000 Fax: (11) 3611-3308
Televendas: (11) 3613-3344 Fax vendas: (11) 3268-3268
Site: http://www.editorasaraiva.com.br

Filiais

AMAZONAS/RONDÔNIA/RORAIMA/ACRE
Rua Costa Azevedo, 56 – Centro
Fone/Fax: (92) 3633-4227 / 3633-4782 – Manaus

BAHIA/SERGIPE
Rua Agripino Dórea, 23 – Brotas
Fone: (71) 3381-5854 / 3381-5895 / 3381-0959 – Salvador

BAURU/SÃO PAULO (sala dos professores)
Rua Monsenhor Claro, 2-55/2-57 – Centro
Fone: (14) 3234-5643 – 3234-7401 – Bauru

CAMPINAS/SÃO PAULO (sala dos professores)
Rua Camargo Pimentel, 660 – Jd. Guanabara
Fone: (19) 3243-8004 / 3243-8259 – Campinas

CEARÁ/PIAUÍ/MARANHÃO
Av. Filomeno Gomes, 670 – Jacarecanga
Fone: (85) 3238-2323 / 3238-1331 – Fortaleza

DISTRITO FEDERAL
SIA/SUL Trecho 2, Lote 850 – Setor de Indústria e Abastecimento
Fone: (61) 3344-2920 / 3344-2951 / 3344-1709 – Brasília

GOIÁS/TOCANTINS
Av. Independência, 5330 – Setor Aeroporto
Fone: (62) 3225-2882 / 3212-2806 / 3224-3016 – Goiânia

MATO GROSSO DO SUL/MATO GROSSO
Rua 14 de Julho, 3148 – Centro
Fone: (67) 3382-3682 / 3382-0112 – Campo Grande

MINAS GERAIS
Rua Além Paraíba, 449 – Lagoinha
Fone: (31) 3429-8300 – Belo Horizonte

PARÁ/AMAPÁ
Travessa Apinagés, 186 – Batista Campos
Fone: (91) 3222-9034 / 3224-9038 / 3241-0499 – Belém

PARANÁ/SANTA CATARINA
Rua Conselheiro Laurindo, 2895 – Prado Velho
Fone: (41) 3332-4894 – Curitiba

PERNAMBUCO/ ALAGOAS/ PARAÍBA/ R. G. DO NORTE
Rua Corredor do Bispo, 185 – Boa Vista

Fone: (81) 3421-4246 / 3421-4510 – Recife

RIBEIRÃO PRETO/SÃO PAULO
Av. Francisco Junqueira, 1255 – Centro
Fone: (16) 3610-5843 / 3610-8284 – Ribeirão Preto

RIO DE JANEIRO/ESPÍRITO SANTO
Rua Visconde de Santa Isabel, 113 a 119 – Vila Isabel
Fone: (21) 2577-9494 / 2577-8867 / 2577-9565 – Rio de Janeiro

RIO GRANDE DO SUL
Av. A. J. Renner, 231 – Farrapos
Fone: (51) 3371- 4001 / 3371-1467 / 3371-1567 – Porto Alegre

SÃO JOSÉ DO RIO PRETO/SÃO PAULO (sala dos professores)
Av. Brig. Faria Lima, 6363 – Rio Preto Shopping Center – V. São José
Fone: (17) 3227-3819 / 3227-0982 / 3227-5249 – São José do Rio Preto

SÃO JOSÉ DOS CAMPOS/SÃO PAULO (sala dos professores)
Rua Santa Luzia, 106 – Jd. Santa Madalena
Fone: (12) 3921-0732 – São José dos Campos

SÃO PAULO
Av. Antártica, 92 – Barra Funda
Fone PABX: (11) 3613-3666 – São Paulo

304.447.001.001

ISBN 9788502210820
CIP-BRASIL. CATALOGAÇÃO NA FONTE
SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ.

K63m

Kindleberger, Charles Poor.
Manias, pânicos e crises / Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber; tradução Eduardo Kraszckzuck; revisão técnica Paulo Gala. – 1. ed. – São Paulo: Saraiva, 2013.

Tradução de: Manias, Panics and Crashes
ISBN 9788502210820

1. Economia. 2. Crises financeiras. 3. Relações econômicas internacionais I. Aliber, Robert Z. II. Título.

13-04707 CDD: 338.542
CDU: 338.124.4

30/08/2013 03/09/2013

Primeira edição em inglês publicada por Palgrave Macmillan, uma divisão da Macmillan Publishers, com o título *Manias, Panics and Crashes*, 6. ed., Charles P. Kindleberger e